



**СКРЫТЫЕ СОКРОВИЩА  
РОССИЙСКОГО СЕКТОРА  
МСП**

**АКРА**

Контакты для СМИ:  
+7 (495) 139-0480, доб. 250  
[sf-media@acra-ratings.ru](mailto:sf-media@acra-ratings.ru)

## Сравнительный трансграничный статистический анализ факторов, влияющих на уровень просроченной задолженности по кредитам малому и среднему бизнесу, и его использование для валидации рейтинговых моделей АКРА

Грамотное использование современного аналитического инструментария позволит раскрыть потенциал малого и среднего бизнеса

- Впервые в истории российского рынка АКРА провело работу по статистической валидации модельной платформы для анализа портфелей кредитов малому и среднему предпринимательству (МСП) с использованием российской и международной статистики. В рамках валидации [Методологии присвоения рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации](#) АКРА применило метод ретроспективного перерейтингования 26 транзакций секьюритизации портфелей задолженности субъектов МСП объемом около 39 млрд евро (2,9 трлн руб.) с использованием модельной платформы ГРАСП<sup>1</sup>. По мнению АКРА, итоговая выборка является в высокой степени репрезентативной для целей дальнейшего анализа, валидации модельной платформы ГРАСП и подтверждения допущений АКРА относительно вероятности дефолта (ВД) по кредитам МСП.
- Проведенная с применением моделей АКРА работа показала, что уровни кредитной поддержки, предусмотренные структурой сделок и подтвержденные расчетами АКРА, обеспечивают защиту, необходимую для снижения реальных зафиксированных потерь по всем рейтинговым траншам облигаций структурированного финансирования, обеспеченных кредитами МСП. Модельная платформа и аналитический подход АКРА могут применяться для присвоения рейтингов российским и европейским выпускам облигаций структурированного финансирования.
- В результате анализа репрезентативной выборки АКРА выделило индикаторы, характеризующие кредиты МСП с пониженным риск-профилем. Валидации моделей предшествовала трехлетняя работа по сбору и анализу данных российского и европейского рынков кредитования. Анализ обширной выборки исторических данных, отражающих качество обслуживания долга по 1,2 млн российских и европейских кредитов МСП совокупным объемом в валютном эквиваленте свыше 110 млрд евро (8 трлн руб.), позволил АКРА выделить индикаторы активов более высокого кредитного качества.

## СОДЕРЖАНИЕ

Описание исследования . . . . .	4
Статистический анализ факторов, влияющих на уровень просроченной задолженности по кредитам МСП . . . . .	4
Статистическая валидация модельной платформы структурированного финансирования с использованием международной статистики . . . . .	17
Влияние инструментов секьюритизации на развитие сектора МСП в России . . . . .	29
Приложение 1. Описание выборки российских и европейских кредитов МСП для целей статистического анализа . . . . .	32

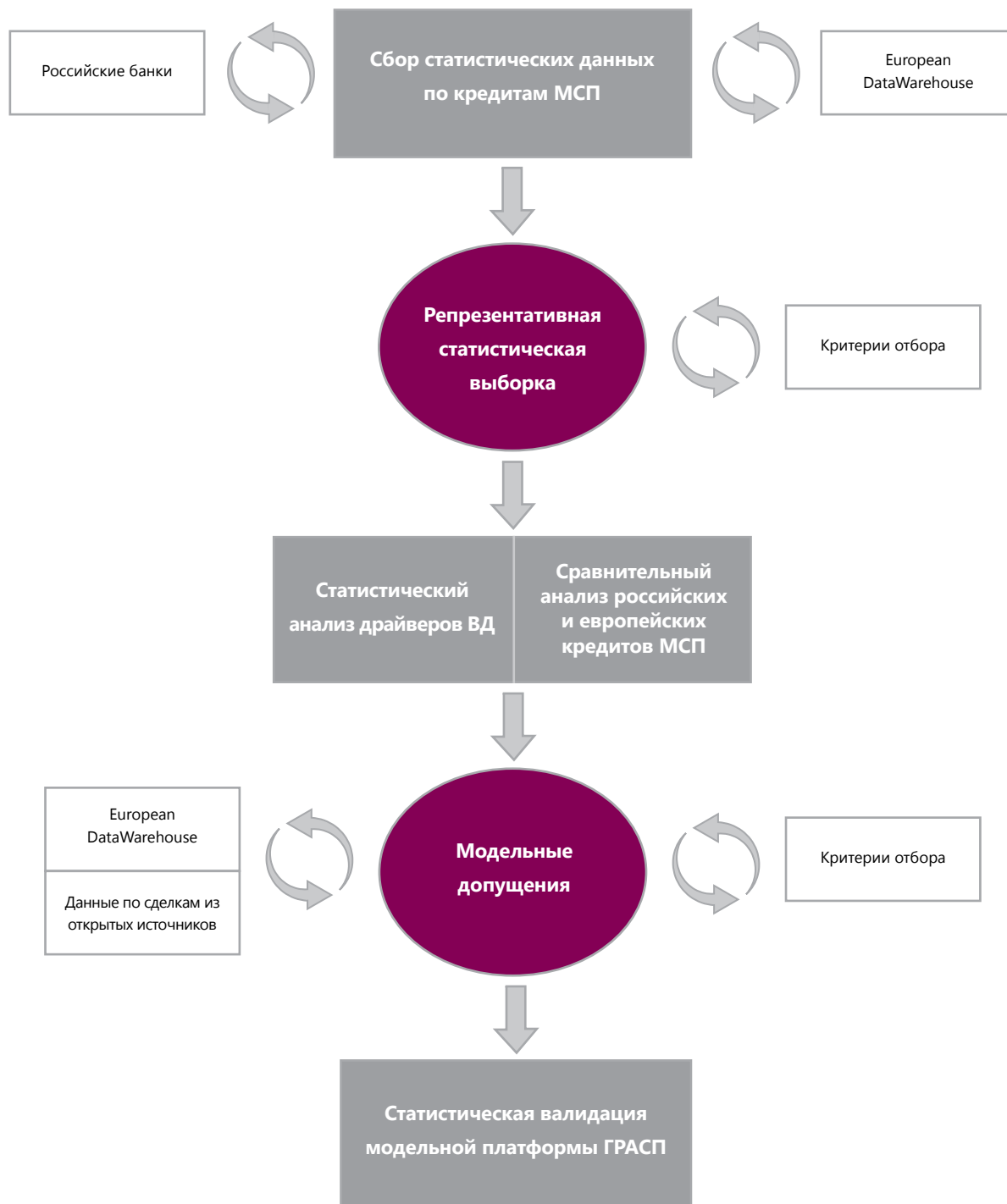
<sup>1</sup> ГРАСП — Глобальный Рейтинговый Анализатор Структурированных Продуктов: основная платформа финансового моделирования АКРА, используемая для присвоения рейтингов инструментам структурированного финансирования.

- **Европейская статистика рынка кредитования МСП может и должна использоваться для анализа российских портфелей кредитов МСП.** Сравнительный анализ исторических данных показал, что тенденции влияния ключевых характеристик кредита на уровень просроченной задолженности фундаментально схожи для российского и европейского рынков с учетом существующей страновой специфики.
- **Инструменты секьюритизации, обеспеченные кредитами МСП, существенно расширят объем высококачественных инвестиций и позволят обеспечить оптимальное использование государственных ресурсов.** Средства институциональных инвесторов (в т. ч. пенсионных фондов) могут быть привлечены в реальный сектор экономики путем вложения в старшие (наиболее защищенные) транши структурированных облигаций, обеспечивая тем самым финансирование реальных секторов экономики без привлечения дополнительных субсидий со стороны государства.

Структурированные облигации высокого кредитного качества, обеспеченные кредитами МСП, могут выпускаться с использованием как механизмов государственной поддержки, так и эндогенных механизмов защиты инвесторов, что позволит существенно сэкономить бюджетные ассигнования на развитие сектора МСП.

Использование методологии и модельной платформы АКРА позволит банкам выпускать российские облигации, обеспеченные портфелями задолженности субъектов МСП, которые по своему кредитному качеству не будут уступать аналогичным выпускам европейских облигаций. Детальный анализ риск-профиля заемщиков с лучшими характеристиками и селективный подход сделают возможным выборочное снижение процентных ставок для таких заемщиков и, как следствие, позволят сэкономить бюджетные средства на сумму свыше 63 млрд руб., формируя инструмент поддержки наиболее надежных и конкурентных субъектов МСП.

Рисунок 1. Общая структура статистического исследования



## Описание исследования

Настоящее исследование посвящено статистическому анализу факторов, оказывающих влияние на уровень просроченной задолженности по кредитам, предоставленным субъектам малого и среднего предпринимательства, а также ключевым этапам валидации модулей ГРАСП-МСП, ГРАСП-МК и ГРАСП-ВП<sup>2</sup>, используемых для анализа распределения вероятности дефолта (ВД) и уровней возмещения (УВ) в портфелях кредитов МСП. При проведении анализа АКРА использовало две отдельные выборки кредитов МСП, сформированные с применением различных критериев отбора, что объясняется спецификой, целями и задачами каждой части исследования.

1. Статистический анализ драйверов ВД. Анализ проводился на выборке, состоящей из российских и европейских активов, включающих 1,2 млн кредитов общим объемом 110 млрд евро (8 трлн руб.)<sup>3</sup>. Критерии отбора включали достаточность и качество исторических данных по кредитам.

2. Валидация рейтинговых моделей АКРА. Валидация проводилась на выборке из 26 сделок общим объемом 39 млрд евро (2,9 трлн руб.). Критерии отбора — наличие актуального среза данных на дату закрытия сделки, наличие у сделки кредитного рейтинга, присвоенного одним из международных рейтинговых агентств, соответствие включенных в сделку активов стандартным характеристикам кредитов МСП.

## Статистический анализ факторов, влияющих на уровень просроченной задолженности по кредитам МСП

*В конце 2016 года АКРА запустило уникальный проект по сбору статистических данных российского и европейского рынков кредитования различных классов активов.*

Началу валидации рейтинговых моделей предшествовала трехлетняя работа по сбору и анализу данных российского и европейского рынков кредитования МСП. В конце 2016 года АКРА запустило проект по сбору статистической информации рынка кредитования различных классов активов. Цель проекта — создание уникальной аналитической платформы федерального уровня, учитывающей страновые и региональные особенности национальных рынков России и Европы, а также выявление и оценка основных рисков, влияющих на качество секьюритизируемых портфелей розничных и корпоративных кредитов.

*Анализ исторических данных кредитования МСП позволил АКРА определить набор индикаторов, характеризующих активы более высокого кредитного качества как для России, так и для европейских стран.*

Традиционно качество кредитного портфеля формируется на микроэкономическом уровне под влиянием совокупности характеристик каждого отдельного кредита на этапе выдачи, включая атрибуты задолженности (кредитного продукта), заемщика, залога и профиль заимодателя (банка). АКРА рассматривает воздействие указанных параметров как обособленно, так и с учетом возможной корреляционной составляющей.

<sup>2</sup>Более подробное описание модулей приведено в Методологии присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации.

<sup>3</sup>По курсу Банка России на 06.03.2019.

Анализ российских исторических данных проводился АКРА на основе репрезентативной выборки по кредитному портфелю отечественных банков, суммарная доля которых по объему задолженности субъектов МСП составляет около 35 % рынка (01.01.2018). В выборку вошли кредиты, выданные в 83 субъектах РФ за период с 2001 по 2017 год и включающие в себя подавляющее большинство представленных на рынке продуктов и классов заемщиков. Банки предоставляли АКРА информацию по каждому отдельному кредиту с использованием [транзакционного шаблона АКРА для сбора информации о портфелях задолженности по кредитам, предоставленным субъектам МСП](#).

*Анализ российских исторических данных проводился АКРА на основе репрезентативной выборки по кредитному портфелю отечественных банков, суммарная доля которых по объему задолженности субъектов МСП составляет около 35 % рынка (01.01.2018).*

Для повышения качества сбора информации АКРА разработало серию транзакционных шаблонов для сбора и мониторинга параметров портфелей различных видов задолженности. Транзакционный аналитический шаблон является основой кредитного анализа и представляет собой электронную форму, используемую аналитиками АКРА для сбора «правильной» информации по портфелям задолженности в разрезе каждого отдельного кредита ("loan-by-loan" data, LLD). Шаблон интегрирован в аналитические модели АКРА и может использоваться для сбора статистики исторических показателей кредитных портфелей, а также для проведения исследований рынка, выходящих за рамки отдельных эмиссий.

Необходимость сбора гранулированной информации объясняется отсутствием репрезентативных данных о качестве обслуживания долга по кредитам МСП в открытых источниках. Отчетность банков обычно публикуется по состоянию на конкретную дату в агрегированном формате, не позволяющем оценить качество портфеля исходя из уровня просрочки по отдельным кредитам с заданными характеристиками.

Положительное влияние на качество выборки оказывает информация о кумулятивных дефолтах, предоставляемая в формате винтажных отчетов. Винтажи используются для внутренней отчетности кредитных организаций с целью мониторинга качества кредитного портфеля в разбивке по поколениям выдачи кредитов. Винтажный отчет позволяет оценить (с определенными ограничениями) итоговый уровень кумулятивных дефолтов по отдельным корзинам кредитов в течение всего срока их жизни.

*Под дефолтом АКРА понимает нарушение заемщиком сроков внесения платежей по соответствующему кредиту более чем на 90 дней; признание компании банкротом; реструктуризацию задолженности.*

Совместно с участниками рынка (включая крупнейшие банки, институты развития рынка и ЦБ РФ) АКРА ведет работу по созданию национальной базы данных, которая содержит обезличенную информацию по отдельным кредитам и может использоваться всеми участниками проекта. Это позволит усовершенствовать аналитические инструменты, необходимые для повышения кредитного качества российских портфелей задолженности МСП и увеличения объемов кредитования. Подобную работу в США и ЕС проводят ведущие международные рейтинговые агентства, выступающие организаторами консорциумов по сбору данных, используемых для ежегодных публикаций исследований об уровнях дефолта и возмещения в области корпоративного и проектного финансирования<sup>4</sup>.

<sup>4</sup>"Global default and recovery studies", выпускаемые международными рейтинговыми агентствами, которые обычно содержат ограниченные выборки российских данных либо не включают их.

Значительный вклад в проект по валидации внесло сотрудничество АКРА с European DataWarehouse (EDW) — наднациональной статистической платформой, созданной в 2011 году по инициативе Европейского центрального банка.

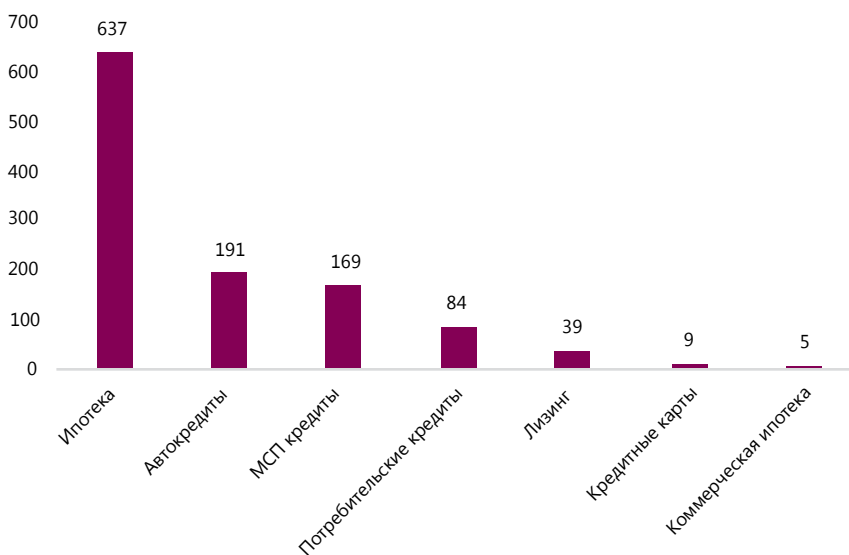
Значительный вклад в проект по валидации внесло сотрудничество АКРА с European DataWarehouse (EDW)<sup>5</sup> — наднациональной статистической платформой, созданной в 2011 году по инициативе Европейского центрального банка (ЕЦБ) в ответ на всеобщее падение уровня доверия инвесторов к рынку секьюритизации вследствие мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Итогом кризиса стало не только ужесточение регуляторных требований к рынку обеспеченных облигаций в Европе, отраженное в новых положениях Базеля III, но и так называемая The ABS Loan-Level Initiative — законодательная инициатива банков еврозоны, направленная на сбор и стандартизацию данных о структурированных облигациях, которые активно используются европейскими банками в залоговом кредитовании, операциях РЕПО и пр.

Платформа EDW, работая как единый канал агрегирования статистических данных, подотчетный ЕЦБ, выполняет задачу по созданию рыночной инфраструктуры, которая необходима для повышения прозрачности и восстановления доверия к рынку структурированного финансирования в Европе. Компания начала полноценную работу в январе 2013 года, акционерами EDW стали 17 европейских компаний и финансовых институтов, включая такие крупные корпорации, как BNP Paribas S.A., Banco Santander S.A., UniCredit S.p.A., Société Générale S.A., DBRS Ratings Limited и ряд других.

База данных EDW содержит детальную информацию о кредитах в составе залогового обеспечения структурированных облигаций по более чем 1 100 транзакциям секьюритизации в Европе.

База данных EDW содержит детальную информацию о кредитах в составе залогового обеспечения структурированных облигаций по более чем 1100 транзакциям секьюритизации в Европе (информация приведена по состоянию на дату написания исследования) (см. рис. 2).

**Рисунок 2. Количество сделок секьюритизации в базе данных EDW в разрезе классов активов**



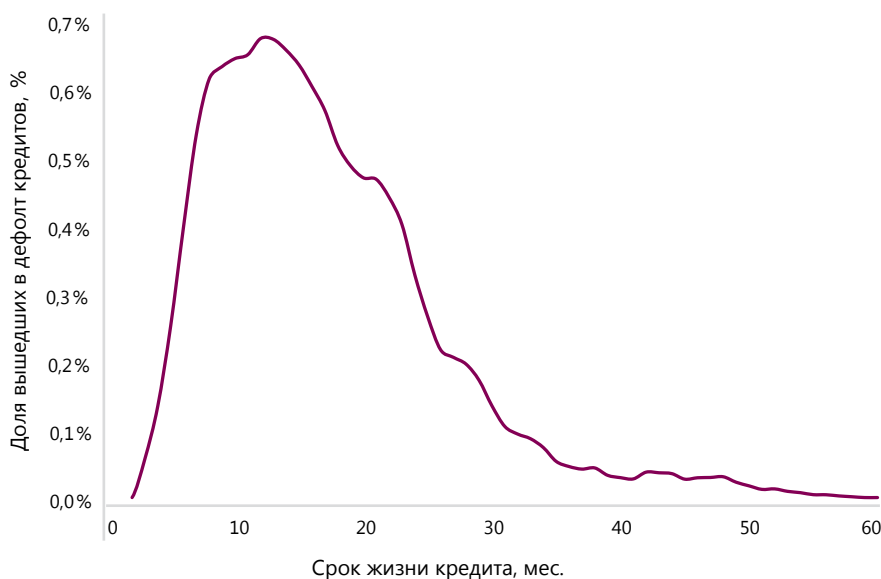
Источник: EDW

<sup>5</sup><https://eurodw.eu/>

В рамках исполнения законодательной инициативы европейские банки обязаны на регулярной основе предоставлять EDW статистические данные по сделкам секьюритизации в формате LLD (на уровне отдельных займов) с использованием специально разработанных шаблонов. Такой формат помогает избежать любых искажений на этапе консолидации информации и позволяет наиболее точно оценить влияние характеристик каждого отдельного кредита на степень исполнения обязательств по нему.

В рамках детального статистического анализа зависимости качества обслуживания долга от параметров кредита были использованы данные EDW по 55 сделкам секьюритизации кредитов МСП. АКРА провело большую работу по фильтрации кредитов европейских банков, исключив из выборки сделки, по которым доля незаполненных полей превышала 10 %. Для повышения информативности выборки при сохранении ее качества АКРА исключило из общей базы данных те транзакции, репрезентативные исторические данные по которым покрывают период менее двух лет. Такой подход обусловлен результатами статистического анализа АКРА распределения дефолтов во времени, согласно которому уровень просрочки 90+ по кредитам МСП достигает пика в интервале от одного года до двух лет жизни актива (см. рис. 3).

**Рисунок 3. Доля новых дефолтов (просрочка 90+) в зависимости от срока жизни кредита**



Источник: данные российских банков, EDW, расчеты АКРА

Ряд сделок был исключен из выборки в силу недостаточности некоторых данных (разрывы во временной линии жизни актива, изменение уникального идентификатора кредита/заемщика и пр.). В итоговую выборку АКРА вошли около 880 тыс. кредитов МСП, выданных в Бельгии, Италии, Испании, Португалии и Нидерландах, совокупная доля которых на европейском рынке секьюритизации МСП по объему выпущенных облигаций составляет около 74 % (см. рис. 4)<sup>6</sup>. Статистическая выборка имеет те же вероятностные, качественные и количественные характеристики, что и генеральная совокупность.

*В рамках детального статистического анализа зависимости качества обслуживания долга от параметров кредита были использованы данные EDW по 55 сделкам секьюритизации кредитов МСП.*

*Ключевые критерии отбора сделок в выборку:*

- репрезентативные исторические данные по сделке покрывают период более двух лет;
- доля незаполненных полей не превышает 10 %;
- отсутствуют разрывы во временной линии жизни активов, изменения уникального идентификатора кредита/заемщика.

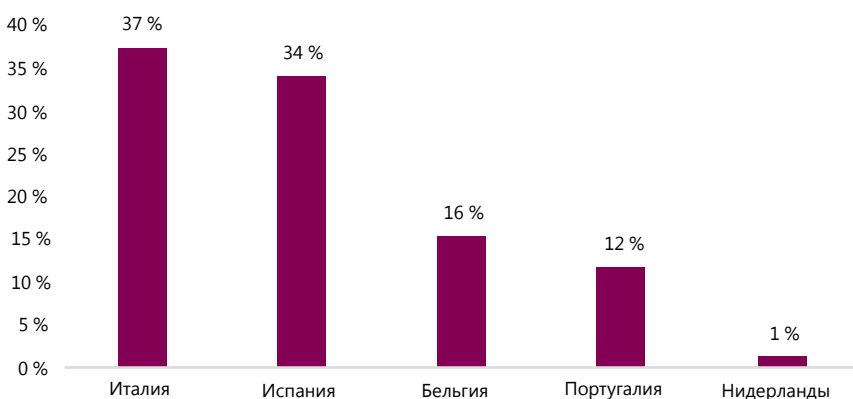
*В итоговую выборку АКРА вошли около 880 тыс. кредитов МСП, выданных в Бельгии, Италии, Испании, Португалии и Нидерландах, совокупная доля которых на европейском рынке секьюритизации МСП по объему выпущенных облигаций составляет около 74 %.*

<sup>6</sup> Полное описание статистической выборки приведено в Приложении 1.



Наблюдаемые уровни дефолтов соответствуют показателям, публикуемым в рамках макростатистических исследований другими рейтинговыми агентствами и институтами развития рынка. По мнению АКРА, размер и состав выборки являются в достаточной степени репрезентативными для целей статистического анализа основных факторов, влияющих на размер ВД, и соответствуют аналогичным выборкам, которые используются в подобных исследованиях международными рейтинговыми агентствами.

**Рисунок 4. Распределение статистической выборки европейских кредитов МСП по странам выдачи<sup>7</sup>**



Источник: EDW, расчеты АКРА

*По мнению АКРА, сегмент МСП является крайне неоднородным как по составу участников, так и в части представленной на рынке палитры кредитных продуктов.*

Результаты проведенного АКРА исследования позволяют сделать ряд выводов, основанных на сравнительном анализе выборки российских и европейских кредитов МСП.

По мнению АКРА, сегмент МСП является крайне неоднородным как по составу участников, так и в части представленной на рынке палитры кредитных продуктов. Указанная специфика прослеживается как в портфелях российских банков, так и в секьюритизированных портфелях европейских кредитов МСП. В зависимости от размера компаний-заемщиков, а также специфики банка-оригинатора портфели кредитов МСП могут быть как гранулированными (близкими по своей природе к розничному кредитованию, когда на долю одного заемщика приходится не более 1–2 % общей задолженности), так и концентрированными (сочетающими в одной выборке крупные и средние компании с микропредприятиями). При анализе последних АКРА учитывало тот факт, что кредитное качество портфелей с более высокой концентрацией на крупных заемщиках в значительной степени зависит от качества таких компаний. Кроме того, в отличие от розничных портфелей для кредитов МСП (как в Европе, так и в России) могут быть характерны специфические продукты, такие как кредиты с индивидуальным графиком погашения, возобновляемые кредитные линии, кредиты с единовременным погашением в конце срока жизни актива, кредиты с правом залога второй очереди (когда залог по анализируемому кредиту одновременно может являться залогом по другому активу) и пр.

<sup>7</sup> В соответствии с подходом в итоговую выборку для статистического анализа попала одна голландская сделка, соответствующая всем критериям отбора.

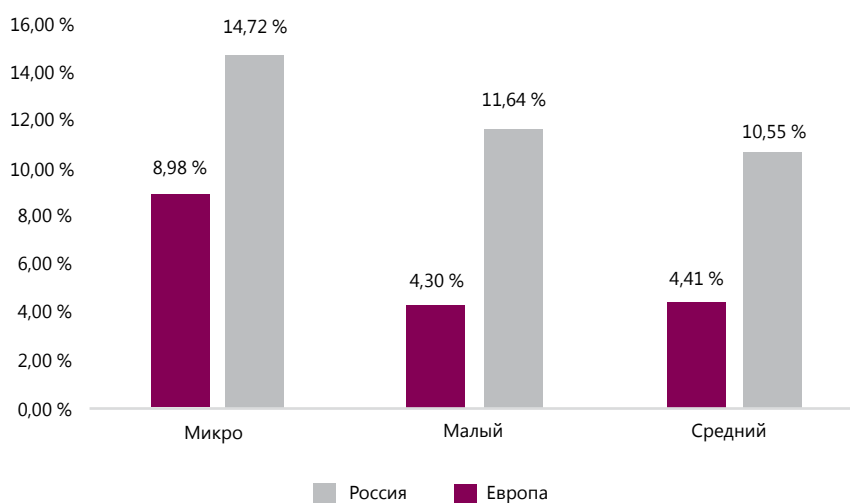
Учитывая специфику и неоднородность сегмента МСП, необходимы глубокая экспертиза и широкая статистическая база, которые обеспечивали бы грамотный подход к сбору и анализу данных и позволяли объективно оценить кредитное качество компании-заемщика. Оптимизация сбора и анализа данных в МСП-кредитовании — это ключ к поддержке наиболее конкурентоспособных субъектов МСП, снижению ставки кредитования для «сильных» заемщиков и основа аналитической платформы для оптимизации норм резервирования банков по кредитам МСП в России.

По результатам анализа АКРА сделало вывод о выраженной зависимости ВД по кредитам МСП от следующих факторов: размер компании, отрасль заемщика, тип амортизации, срок жизни компании.

### Размер компании

Согласно собранным АКРА статистическим данным, уровень дефолтов по кредитам, выданным как российским, так и европейским микропредприятиям, существенно выше аналогичных показателей для малых и средних предприятий (см. рис. 5).

**Рисунок 5. Распределение дефолтов (просрочка 90+) в зависимости от сегмента заемщика<sup>8</sup>**



Источник: данные российских банков, EDW, расчеты АКРА

По мнению АКРА, такая зависимость обусловлена наличием у малых и средних предприятий ряда преимуществ по сравнению с микропредприятиями, включая следующие факторы:

- диверсификация источников дохода и видов деятельности;
- широкая клиентская база;
- диверсификация источников фондирования;

*Оптимизация сбора и анализа данных в МСП-кредитовании — это ключ к поддержке наиболее конкурентоспособных субъектов МСП, снижению ставки кредитования для «сильных» заемщиков и основа аналитической платформы для оптимизации норм резервирования банков по кредитам МСП в России.*

*Уровень дефолтов по кредитам, выданным как российским, так и европейским микропредприятиям, существенно выше аналогичных показателей для малых и средних предприятий.*

<sup>8</sup> В соответствии с критериями АКРА.

- эффект масштаба, который проявляется в снижении издержек на единицу выпускаемой продукции при росте объемов выпуска и позволяет более крупным компаниям сократить размер фиксированных издержек;
- минимизация риска «ключевого сотрудника»;
- качество корпоративного управления и прозрачность бизнеса.

*Анализируя кредитное качество заемщика — юридического лица, АКРА использует собственную классификацию субъектов МСП в соответствии с методологией присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации.*

В процессе анализа АКРА провело масштабную работу по сопоставлению и унификации систем классификации заемщиков между различными банками. Анализируя кредитное качество заемщика — субъекта МСП, АКРА рассматривает юридическое лицо, удовлетворяющее следующим условиям:

- микропредприятие — годовой оборот за прошедший календарный год не превышает 400 млн руб.;
- малое предприятие — годовой оборот за прошедший календарный год не превышает 2 000 млн руб.;
- среднее предприятие — годовой оборот за прошедший календарный год не превышает 4 000 млн руб.

Классификация субъектов МСП в европейской части выборки соответствовала критериям, установленным Рекомендацией Европейской комиссии 2003/361/ЕС от 6 мая 2003 года, которые определяют сегмент заемщика в соответствии с объемом его годового оборота (turnover).

*АКРА запросило у originаторов дополнительную информацию о финансовых показателях компаний с целью унификации систем классификации субъектов МСП, используемых российскими банками.*

Наибольшие трудозатраты в рамках исследования потребовались для унификации систем классификации субъектов МСП, используемых российскими банками. Несмотря на наличие критериев отнесения юридических лиц к категории МСП в Федеральном законе №209-ФЗ от 24.07.2007, а также ряда иных критериев (включая определение ЕЦБ), российские банки используют различные классификации в соответствии с внутренними критериями отбора, которые включают такие параметры, как выручка, число сотрудников, размер общей кредитной задолженности компании и пр. При этом пороговые значения указанных параметров для различных сегментов МСП могут значительно отличаться в зависимости от специфики конкретного originатора. АКРА запросило у банков дополнительную информацию о финансовых показателях компаний с целью приведения классификации заемщиков к единому стандарту Агентства.

### **Отрасль заемщика**

*По мнению АКРА, отраслевая специфика оказывает непосредственное влияние на характер деятельности компании, структуру ее баланса, долю заемных средств в пассивах, типы кредитных продуктов, используемых заемщиком и т. д.*

По мнению АКРА, отраслевая специфика оказывает непосредственное влияние на характер деятельности компании, структуру ее баланса, долю заемных средств в пассивах, типы кредитных продуктов, используемых заемщиком и т.д. Например, для сельскохозяйственных предприятий или туристических компаний характерны сезонные колебания денежного потока, связанные с отраслевой спецификой и динамикой спроса.

Среди компаний, работающих в сфере строительства и коммерческой недвижимости, востребованным продуктом являются кредиты с неравномерной амортизацией или с единовременным погашением (в частности, кредиты на рефинансирование коммерческой недвижимости под залог данной недвижимости).

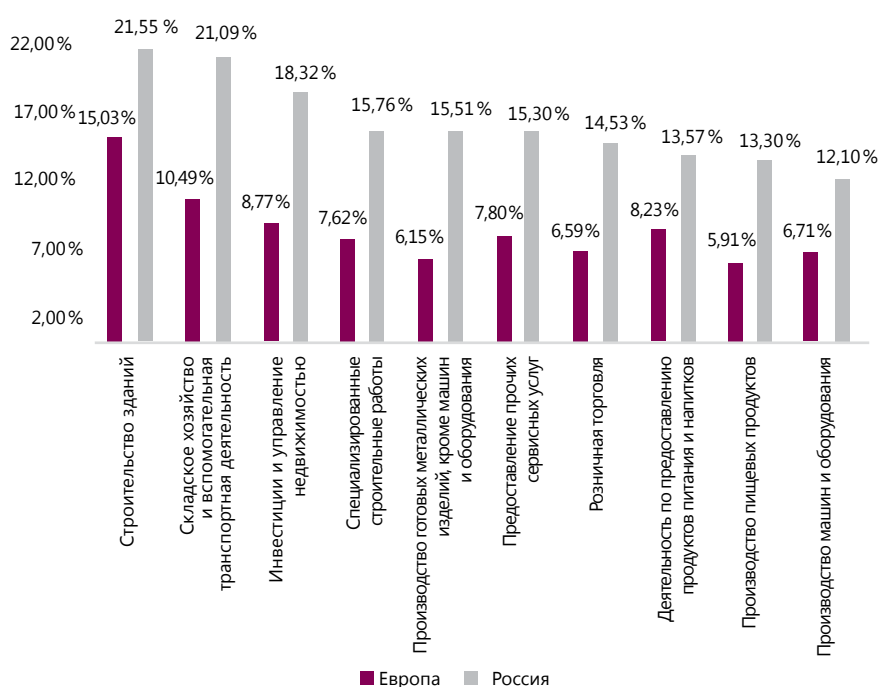
Для целей анализа зависимости качества обслуживания долга от сферы деятельности заемщика АКРА сопоставило отраслевые классификации, используемые различными оригинаторами в России и странах Европы.

Наряду с ОКВЭД<sup>10</sup> большинство российских банков используют внутренние системы классификации компаний по видам деятельности, которые могут заметно отличаться как по количеству используемых отраслей, так и с точки зрения детализации отраслевого дерева (классы, подклассы видов деятельности). Кредитные организации в Европе используют классификацию видов деятельности заемщиков по NACE<sup>11</sup> коду.

В рамках исследования АКРА осуществило детальный перевод отраслевой классификации заемщиков из российской части выборки в коды NACE, что позволило провести сравнительный анализ уровней дефолта российских и европейских субъектов МСП.

АКРА проанализировало зависимость ВД от отрасли, в которой работает компания-заемщик. В этом контексте к наиболее рискованному сегменту относятся виды деятельности, связанные со строительством и операциями с недвижимостью, а также вспомогательная транспортная деятельность (см. рис. 6).

**Рисунок 6. Распределение дефолтов (просрочка 90+) в зависимости от сферы деятельности заемщика<sup>12</sup>**



*В рамках исследования АКРА осуществило детальный перевод отраслевой классификации заемщиков из российской части выборки в коды NACE, что позволило провести сравнительный анализ уровней дефолта российских и европейских субъектов МСП.*

*В контексте отраслевой принадлежности к наиболее рискованному сегменту относятся виды деятельности, связанные со строительством и операциями с недвижимостью, а также вспомогательная транспортная деятельность.*

Источник: данные российских банков, EDW, расчеты АКРА

<sup>10</sup> Общероссийский классификатор видов экономической деятельности.

<sup>11</sup> The Statistical Classification of Economic Activities in the European Community.

<sup>12</sup> На графике приведены отрасли с наибольшим уровнем дефолтов, доля которых превышает 1% от общей выборки.

*По мнению АКРА, строительная отрасль в большей степени подвержена макроэкономическим шокам в сравнении с другими сегментами экономики.*

*Строительная отрасль в России традиционно лидирует по числу компаний, допустивших дефолт по своим обязательствам, и по уровню просроченной задолженности перед коммерческими банками.*

*АКРА связывает различие в уровнях дефолтов между российской и европейской выборками с критериями пригодности (квалификационными требованиями), которые использовались при отборе кредитов МСП в секьюритизируемые пулы выборки EDW с целью повышения кредитного качества портфеля обеспечения.*

По мнению АКРА, строительная отрасль в большей степени связана с макроэкономической ситуацией в стране в сравнении с другими сегментами экономики. Это усиливает подверженность сферы строительства макроэкономическим шокам. Для строительных компаний характерен высокий уровень кредитного плеча, когда текущая деятельность во многом финансируется за счет заемных средств. Уровень ликвидности является одним из основных факторов, оказывающих влияние на финансовую устойчивость строительных компаний. Во время мирового финансового кризиса 2008–2009 годов строительный сектор по всему миру показал относительно высокий уровень дефолтов, что было связано в том числе с падением спроса на объекты строительства и возникновением трудностей с реализацией низколиквидных проектов, а также с невозможностью привлечения дополнительного финансирования.

Строительная отрасль в России также недостаточно консолидирована, в ней присутствует большое количество мелких игроков с низким уровнем устойчивости к макроэкономическим шокам. Традиционно отрасль лидирует по числу компаний, допустивших дефолт по своим обязательствам, и по уровню просроченной задолженности перед коммерческими банками.

Кроме того, кредиты МСП, выданные заемщикам, работающим в секторе строительства и недвижимости, содержат значительную долю займов с единовременным погашением (как правило, сроком менее двух лет). В случае невозможности выплаты кредита за счет выручки от продаж у компании возникает риск рефинансирования, заключающийся в необходимости реструктуризации/рефинансирования займа через банк.

Заемщики с наиболее низким уровнем просрочки являются представителями тех отраслей, платежеспособный спрос на продукцию которых не снижается даже во время кризиса. Это производители предметов первой необходимости, а также товаров и услуг повседневного спроса, например, сектор здравоохранения, юридические услуги, пассажирские перевозки, IT-сектор и др.

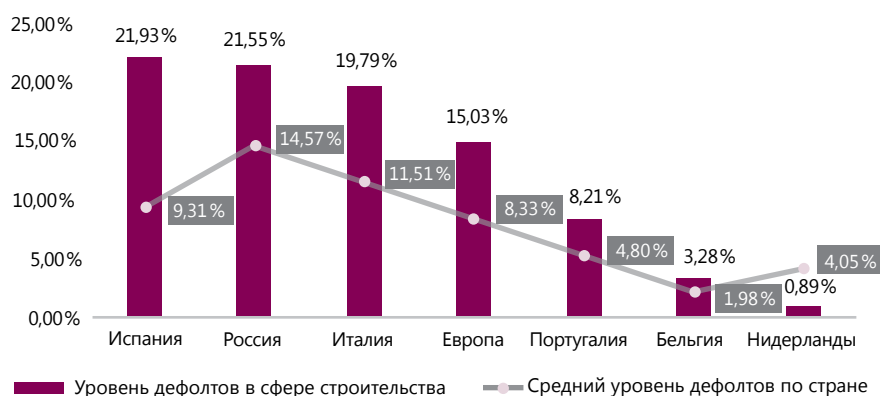
Согласно результатам проведенного АКРА исследования, влияние отраслевой принадлежности компании на вероятность дефолта имеет однонаправленный характер как для России, так и для европейских юрисдикций. При этом абсолютный уровень дефолтов по российской выборке в среднем превышает аналогичный показатель для общеевропейской выборки кредитов. По мнению АКРА, различие в уровнях дефолтов объясняется критериями пригодности (квалификационными требованиями), которые использовались при отборе кредитов МСП в секьюритизируемые пулы выборки EDW с целью повышения кредитного качества портфеля обеспечения. Результаты моделирования и уровень потерь по таким сделкам во многом зависят от количества, размера и детализации описания ограничений, которые налагаются на активы, включенные в сделку или приобретаемые в течение реинвестиционного периода<sup>13</sup>. Кроме того, отдельные сделки секьюритизации предполагают возможность

<sup>13</sup> Во многих российских и европейских сделках секьюритизации неипотечных кредитов используются реинвестиционные периоды продолжительностью два–три года. В течение этого периода заимодатель продает (уступает) эмитенту дальнейшие права требования, возникающие по новым (уступленным) договорам. Реинвестиционные периоды используются для достижения соответствия между более длинными сроками погашения рейтингуемых облигаций, обеспеченных активами, и более короткими сроками погашения таких активов.

обратного выкупа кредитов оригинатором на ранних стадиях просрочки, что также оказывает влияние на уровень кумулятивных дефолтов. Российская выборка представлена кредитами, находящимися на балансе банков; данные кредиты в большей степени отражают реальный уровень потерь по портфелям задолженности МСП.

Дополнительным фактором, положительно влияющим на ВД по выборке EDW, является усреднение уровня дефолтов по всем европейским странам, не учитывающее дифференциацию стран Северной Европы и Южной Европы (последние традиционно характеризуются более высокими потерями по кредитным портфелям банков).

**Рисунок 7. Сравнительный анализ уровней дефолтов в строительной отрасли по странам**



Источник: данные российских банков, расчеты АКРА, EDW

По оценкам АКРА, уровни дефолтов по секьюритизированным кредитам МСП, выданным в сфере строительства в Италии и Испании, находятся на уровне около 20% и сопоставимы с балансовыми показателями российских активов. При этом кредиты, выданные банками в странах Северной Европы, демонстрируют крайне низкие значения ВД, что находит отражение в сравнительно умеренных размерах субординации по бельгийским и голландским сделкам секьюритизации задолженности МСП. Аналогичная динамика уровня дефолтов наблюдается и по другим отраслям, включенным в выборку АКРА.

### Тип амортизации

С точки зрения характеристик кредита наиболее рискованным сегментом, согласно собранной АКРА статистике, являются кредитные линии — один из видов займа, отличающийся от срочного кредита тем, что средства выдаются заемщику не единой суммой, а частями (так называемыми траншами). В зависимости от специфики оригинатора отдельные транши кредитной линии могут иметь одинаковые параметры или различаться по размеру процентной ставки, сроку и типу погашения, в то время как рамочный договор фиксирует исключительно общий лимит по кредиту (см. рис. 8).

*Дополнительным фактором, положительно влияющим на ВД по выборке EDW, является усреднение уровня дефолтов по всем европейским странам, не учитывающее дифференциацию стран Северной Европы и Южной Европы.*

*По оценкам АКРА, уровни дефолтов по секьюритизированным кредитам МСП, выданным в сфере строительства в Италии и Испании, находятся на уровне около 20% и сопоставимы с балансовыми показателями российских активов.*

*С точки зрения характеристик кредита наиболее высокорискованным сегментом, согласно собранной АКРА статистике, являются кредитные линии и кредиты с единовременным погашением.*

**Рисунок 8. Распределение дефолтов (просрочка 90+) в зависимости от типа кредитного продукта<sup>14</sup>**



Источник: данные российских банков, расчеты АКРА, EDW

*Кредиты с единовременным погашением, которые АКРА рассматривает как более рискованные, демонстрируют сравнительно невысокий уровень дефолтов, что обусловлено наличием связи между качеством обслуживания долга по таким займам и кредитным качеством банка-заемодателя.*

Кредиты с единовременным погашением, которые АКРА рассматривает как более рискованные, при этом демонстрируют сравнительно невысокий уровень дефолтов. Важнейшим фактором кредитного качества займов с единовременным погашением (bullet/balloon loans) является способность заемщиков выплатить основную сумму задолженности по кредиту в полном объеме в дату погашения, установленную условиями кредитного соглашения. В отличие от кредитов, имеющих равномерную амортизацию, кредиты с индивидуальным графиком погашения или с единовременным погашением в конце срока жизни актива подразумевают сохранение или медленное снижение риска кредитора с течением времени. Сохранение суммы задолженности или ее значительной части на протяжении всего срока жизни кредита также обуславливает более высокие риски рефинансирования и большую чувствительность к изменениям, происходящим в экономике и на финансовых рынках.

АКРА считает, что подобные займы подвержены риску рефинансирования, поскольку зачастую исполнение обязательств по ним осуществляется за счет кредитных средств, предоставляемых банком для рефинансирования первоначального кредита. Следовательно, возможность своевременного погашения таких займов обусловлена не только кредитным качеством заемщика, но и кредитным качеством банка-заемодателя.

АКРА связывает вероятность двух потенциальных сценариев исхода событий в подобных случаях в том числе с текущим риск-профилем и ликвидностью банка. В первом сценарии, если банк имеет достаточный запас ликвидности, а кредитный профиль заемщика соответствует стандартам кредитной политики банка, с большой долей вероятности такой кредит будет рефинансирован.

<sup>14</sup> Доля кредитов с единовременным погашением в выборке российских банков сравнительно мала, что связано, в частности, со спецификой анализируемых портфелей и с отдельными пробелами/ошибками в предоставленных данных. Небольшой размер выборки обуславливает искажение (завышение) уровня дефолтов по таким кредитам, в связи с чем они не были включены в итоговый график.

При этом статистические данные демонстрируют меньший уровень дефолтов по коротким кредитам, поскольку банк имеет возможность чаще осуществлять мероприятия по управлению кредитным риском таких займов за счет снижения объемов выдач или прекращения кредитования отдельных типов заемщиков.

Во втором сценарии в случае дефицита доступной ликвидности (в том числе из-за ухудшения кредитного качества заимодателя) возможности банка по рефинансированию займов в его кредитном портфеле будут также существенно ограничены. Таким образом, для своевременного исполнения своих обязательств заемщики по кредитам с единовременной выплатой должны либо иметь достаточный объем собственных средств, либо рефинансировать текущую задолженность в короткие сроки в другом банке. Как следствие, некоторые заемщики, имеющие краткосрочные кредиты, не могут своевременно оплатить или рефинансировать текущие обязательства.

Аналогичным образом кредитное качество возобновляемых кредитных линий тесно связано с кредитным качеством заимодателя. Поскольку заемщики по подобным кредитам зачастую используют заемные средства для поддержания текущей операционной деятельности на постоянной основе (вплоть до даты полного погашения кредита), способность кредитора предоставлять достаточный объем ликвидности в стрессовых экономических сценариях, а в случае дефицита ликвидности у банка — способность заемщика экстренно погасить существенную часть кредитной линии, будут оказывать серьезное влияние на уровень дефолтов в портфеле. АКРА отмечает, что процентные ставки по подобным займам могут быть выше по сравнению с другими типами кредитных продуктов и такие займы, как правило, предназначены для компаний, имеющих определенный уровень кредитного качества, и/или для заемщиков, операционная деятельность которых подвержена воздействию отраслевой специфики (например, выраженной сезонности спроса). При анализе кредитного качества портфелей, содержащих какой-либо из данных типов займов, АКРА учитывает указанные аспекты, повышающие кредитный риск по портфелю, и применяет соответствующие компенсаторные корректировки к ВД.

### **Срок жизни компании**

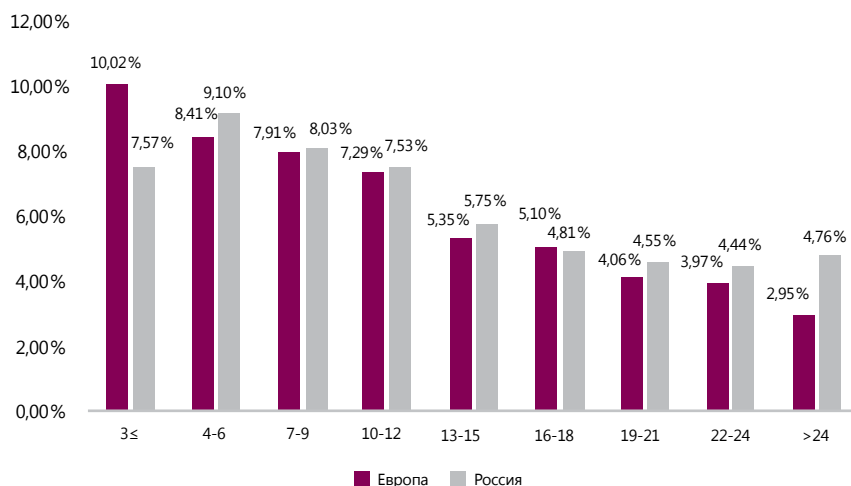
Согласно собранной АКРА статистике, одним из наиболее рискованных сегментов МСП являются недавно зарегистрированные компании со сроком жизни менее трех лет — уровень дефолтов здесь достигает 10,02 и 7,57% в Европе и России соответственно. С увеличением срока жизни компании доля дефолтных кредитов заметно снижается (см. рис. 9).

*Кредитное качество возобновляемых кредитных линий тесно связано с кредитным качеством заимодателя по аналогии с займами с единовременным погашением.*

*Согласно собранной АКРА статистике, одним из наиболее рискованных сегментов МСП являются недавно зарегистрированные компании со сроком жизни менее трех лет.*



**Рисунок 9. Распределение дефолтов в зависимости от срока жизни компании (количество лет)**



Источник: данные российских банков, расчеты АКРА, EDW

По мнению АКРА, срок жизни компании является дополнительным фактором, косвенно влияющим на уровень дефолтов микропредприятий, возраст которых в большинстве случаев не превышает пяти лет и которые имеют меньший опыт работы в бизнесе по сравнению с малыми и средними предприятиями. При анализе портфелей задолженности МСП АКРА учитывает срок жизни компании, применяя положительные корректировки, размер которых имеет прогрессивный характер и зависит от срока жизни конкретного заемщика.

*Тенденции влияния ключевых характеристик кредита на уровень дефолтов фундаментально схожи как для российского, так и для европейского рынков с учетом существующей страновой специфики.*

Основываясь на результатах анализа исторических данных о качестве обслуживания долга по кредитам МСП, АКРА делает вывод о том, что тенденции влияния ключевых характеристик кредита на уровень дефолтов фундаментально схожи как для российского, так и для европейского рынков с учетом существующей страновой специфики. Европейский и российский рынки кредитования МСП имеют единую основу и однонаправленный вектор развития, несмотря на крайнюю неоднородность сегмента МСП как по составу участников, так и в части представленной на рынке палитре кредитных продуктов. Линейки продуктов и характеристики активов в России отличаются от европейских аналогов несущественно. Это связано в том числе с использованием российскими банками экспертизы и систем западных банков, принимавших участие в создании национального рынка кредитования МСП.

*Европейская статистика рынка кредитования МСП может и должна использоваться для анализа российских портфелей кредитов МСП.*

По мнению АКРА, результаты проведенного статистического анализа позволяют сделать вывод о том, что европейская статистика рынка кредитования МСП может и должна использоваться для анализа российских портфелей кредитов МСП. Грамотное использование европейской статистики может повысить качество анализа российских портфелей МСП как в контексте сделок секьюритизации, так и в более широком применении.

## Статистическая валидация модельной платформы структурированного финансирования с использованием международной статистики

Для валидации рейтинговых моделей и подтверждения допущений, полученных в результате статистического анализа (описан в первой части данного исследования), АКРА провело качественный и количественный анализ ряда европейских сделок секьюритизации кредитов МСП, отобранных из базы данных EDW. Целью детального отбора было получение максимальной выборки транзакций, информация по которым была бы достаточной для подтверждения достоверности результатов моделирования, а также для оценки ожидаемых потерь (ОП) по каждому из рейтингуемых траншей сделки.

Из 169 сделок секьюритизации кредитов МСП в базе EDW, потенциально пригодных для подобного анализа, было отобрано 26 транзакций. Количество и качество доступных данных по этим транзакциям соответствовало всем предъявляемым АКРА требованиям. При отборе сделок АКРА оценивало полноту и адекватность данных по следующим ключевым параметрам:

- отрасль деятельности заемщика (по коду NACE);
- категория субъекта МСП по классификации в соответствии с критериями Европейской комиссии (среднее, малое или микропредприятие);
- цель предоставления кредита (инвестиционные цели, пополнение оборотных средств, приобретение основных средств и прочее);
- тип амортизации основной суммы задолженности (аннуитетный, дифференцированный, единовременный и прочее);
- тип кредитного продукта (разовый кредит, кредитная линия с лимитом задолженности (возобновляемая), кредитная линия с лимитом выдачи (невозобновляемая), овердрафт, банковская гарантия и прочее);
- тип процентной ставки (фиксированная, плавающая, комбинированная условно-переменная);
- страна регистрации компании;
- регион регистрации компании;
- дата регистрации компании;
- признак дефолта (в соответствии с определением Базеля III);
- количество дней просроченной задолженности;
- дата выдачи кредита;

*Впервые в истории российского рынка АКРА провело работу по статистической валидации модельной платформы структурированного финансирования с использованием международной статистики.*

*Для валидации рейтинговых моделей и подтверждения допущений, полученных в результате статистического анализа, АКРА провело качественный и количественный анализ 26 транзакций секьюритизации кредитов МСП, отобранных из базы данных EDW.*

- первоначальная дата погашения кредита;
- наличие льготного периода по выплате процентов или основного долга.

*Ключевые критерии отбора сделок в выборку:*

— полнота и адекватность данных по ключевым параметрам кредита и заемщика;

— наличие в базах EDW данных об исторических показателях портфеля в формате LLD на дату закрытия сделки;

— соответствие займов, входящих в портфели активов, типовым характеристикам кредитов МСП;

— наличие у сделки рейтинга от одного из международных рейтинговых агентств.

Процесс валидации подразумевает анализ среза портфеля, максимально приближенного к дате закрытия сделки. В связи с этим одним из существенных факторов, повлиявших на конечный размер выборки, стало наличие в базах EDW данных об исторических показателях портфеля в формате LLD либо на момент выпуска бумаг (дата закрытия сделки), либо на дату не позднее трех месяцев с момента выпуска облигаций.

Дополнительным критерием отбора стало соответствие займов, входящих в портфели активов, типовым характеристикам кредитов МСП. В ходе последующего анализа, который сопровождался в том числе оценкой степени гомогенности активов, из выборки транзакций были исключены несколько сделок, средневзвешенная жизнь портфеля активов в которых составляла менее шести месяцев. Кроме того, ряд транзакций был исключен в связи с наличием в портфеле активов, относящихся к "floor plan" (отдельному гибриднему классу сделок секьюритизации кредитов, выданных автодилерам), а также ввиду отсутствия данных об отраслевой принадлежности заемщика в формате NACE. Конечная выборка для валидации составила 26 транзакций общим объемом 2,9 трлн руб., что более чем в десять раз превышает совокупный объем всех эмиссий структурированных облигаций в России с 2006 года.

АКРА считает итоговый пул отобранных транзакций в высокой степени репрезентативным для дальнейшего анализа, валидации модельной платформы ГРАСП и подтверждения предположений и корректировок по уровню ВД кредитов МСП.

### **Процесс валидации**

АКРА проанализировало итоги рейтингового моделирования очищенной выборки, сравнив выходные данные с результатами, полученными другими международными рейтинговыми агентствами (Moody's, DBRS и пр.). В результате была проведена успешная валидация как существующих корректировок и допущений АКРА, так и модельного ряда ГРАСП в целом.

*Информация, приведенная в данном исследовании, не предназначена для количественной или качественной оценки рейтингов Moody's или рейтингов других международных рейтинговых агентств.*

Сравнительный анализ результатов АКРА и международных рейтинговых агентств, в частности Moody's, проводился исключительно для целей валидации методологии и модельной платформы ГРАСП. Аналитические отчеты о присвоении рейтинга и иная информация агентства Moody's, находящаяся в открытом доступе, была использована в процессе валидации ввиду наличия у агентства репрезентативной исторической выборки данных по кредитам МСП, наибольшего числа рейтингов, присвоенных инструментам структурированного финансирования, и благодаря высокой степени детализации и прозрачности рейтинговых отчетов. Информация, приведенная в данном исследовании, не предназначена для количественной или качественной оценки рейтингов Moody's или других международных рейтинговых агентств.

В соответствии с методологией присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации подход АКРА к анализу кредитного качества сделок секьюритизации задолженности МСП подразумевает использование компенсаторных допущений, применяемых к прогнозируемой величине ВД и зависящих от характеристик индивидуальных кредитов (полипараметрический сопоставительный подход). Для генерации распределения ВД по каждой из рейтингуемых транзакций были выгружены и проанализированы следующие входные данные:

- информация о характеристиках кредита/заемщика/объекта залога из базы данных EDW в формате LLD;
- базовый индикатор рейтинга (БИР) — индикатор, использующийся АКРА как базовое допущение, определяющее ВД для типовых субъектов МСП;
- размер корректировок к уровню БИР, ВД и средневзвешенной жизни актива по таким параметрам, как:
  - категория субъекта МСП;
  - наличие обеспечения;
  - тип погашения;
  - цель кредита;
  - тип процентной ставки;
  - отрасль деятельности заемщика и степень подверженности денежных потоков компании сезонной динамике;
  - срок с момента государственной регистрации юридического лица;
  - наличие дополнительных условий (например, необходимость страховки);
  - наличие субсидий со стороны местного или федерального правительства;
  - иные параметры, набор которых определяется спецификой транзакции.

АКРА учитывало факт наличия у заемщика нескольких кредитов и корреляционное влияние данного фактора на вероятность возникновения кросс-дефолта по всем обязательствам заемщика.

При моделировании денежных потоков, распределение которых определяется условиями транзакций (водопад платежей), АКРА провело дополнительный анализ ряда факторов, отражающих специфику каждой анализируемой сделки секьюритизации кредитов МСП.

1. Были учтены факты применения ограничений максимально достижимого рейтинга в рамках юрисдикции сделки (страновой потолок).
2. Допущения относительно уровней возмещения (УВ) и их распределения во времени были сделаны с учетом особенностей процессов взыскания по кредитам МСП в юрисдикции каждой анализируемой транзакции.

*Полипараметрический сопоставительный подход (ПСП) — метод определения уровня вероятности дефолта и величины потерь по каждому индивидуальному активу в секьюритизируемом портфеле на основе пошагового сопоставления и оценки каждого актива в портфеле с отправным кредитом.*

*При моделировании денежных потоков, распределение которых определяется условиями транзакций (водопад платежей), АКРА провело дополнительный анализ ряда факторов, отражающих специфику каждой анализируемой сделки секьюритизации кредитов МСП.*

3. При построении векторов распределения дефолтов во времени учитывалась специфика каждой сделки.
4. Построение векторов амортизации задолженности осуществлялось индивидуально по каждой транзакции с использованием данных о размере задолженности, типе и размере процентной ставки, типе погашения основного долга и с учетом оставшегося срока до погашения на дату среза портфеля.
5. При моделировании денежных потоков учитывалось наличие механизмов хеджирования различий между плавающими и фиксированными ставками по активам и пассивам (IRS — Interest Rate Swap). Кроме того, учитывалось наличие механизмов хеджирования процентного риска в случае различия базовой части переменных ставок между активами и пассивами (Basis Swap).
6. Был рассчитан вектор базовой ставки Euribor отдельно для каждой транзакции.
7. Был определен уровень досрочного погашения согласно историческим показателям по кредитам МСП в пределах юрисдикции отдельно взятой сделки.
8. Понятие дефолта корректировалось в зависимости от определения дефолта в конкретной юрисдикции и с учетом транзакционной документации по сделкам, представленным в очищенной выборке.
9. По итогам рейтингового обсуждения экспертно учитывались прочие факторы, характерные для отдельных сделок.

**Характеристики сделок и процесс сравнения результатов рейтингового моделирования**

АКРА был проведен анализ 26 сделок из базы данных EDW с общим остатком ссудной задолженности (на момент закрытия) 39 322 904 420 евро, включая 13 итальянских, девять испанских, две португальских, одну голландскую и одну немецкую транзакцию.

АКРА был проведен анализ 26 сделок из базы данных EDW с общим остатком ссудной задолженности (на момент закрытия) 39 322 904 420 евро.

В табл. 1 отражено количество сделок и размер остатка ссудной задолженности (ОСЗ) по всему спектру сделок в разрезе стран, представленных в итоговой выборке.

**Таблица 1. Распределение выборки АКРА для целей валидации рейтинговых моделей**

Страна	Италия	Испания	Португалия	Нидерланды	Германия
Количество сделок	13	9	2	1	1
ОСЗ, евро	12 712 786 536, 29	15 792 446 048, 20	1 427 024 768, 23	8 990 647 067, 58	400 000 000, 00

Источник: расчеты АКРА, EDW, Moody's

В ходе присвоения публичных рейтингов в период с 2012 по 2015 год по сделкам из конечной выборки (13 итальянских, девять испанских и две португальских транзакции) агентство Moody's применяло механизм ограничения максимально достижимого рейтинга (страновой потолок).

Страновой потолок ограничивает возможность присвоения национальному эмитенту рейтинга, превышающего по своему уровню суверенный. Это приводит к компрессии рейтингов в странах, где суверенный рейтинг не является наивысшим по международной шкале, т. е. заемщики разного качества могут потенциально получить одинаковые рейтинги.

Для объективного и прозрачного сравнения кредитных рейтингов, присвоенных международными рейтинговыми агентствами, с результатами, полученными в рамках процесса валидации, АКРА приняло решение не учитывать какие-либо ограничения, связанные с юрисдикцией транзакций, а основывать свой анализ исключительно на оценке кредитного качества активов. При этом во внимание принимались суверенные риски отдельных стран посредством соответствующих модельных корректировок.

Информация о потенциальном рейтинге транзакции без учета FCC/LCC (Foreign Currency Ceiling/Local Currency Ceiling — максимально достижимого рейтинга для юрисдикции) была опубликована в отчетах о присвоении итогового рейтинга для каждой сделки, входящей в конечную выборку.

В рамках процесса валидации моделей и подтверждения рейтинговых допущений АКРА использовало четыре модуля ГРАСП, придерживаясь при этом указанной ниже последовательности анализа.

1. Выгрузка ключевых данных из баз EDW с последующим переводом кодировок EDW в кодировки АКРА (коды отраслей, сегментов заемщиков, типов амортизации кредитов и прочее); при этом использовался специализированный модуль ГРАСП для работы с базами данных.
2. Расчет показателя БИР на дату закрытия сделки с учетом страновой специфики.
3. Анализ портфеля активов с использованием полипараметрического сопоставительного подхода на основании модуля ГРАСП-МСП, предназначенного для расчета математического ожидания распределения ВД.
4. Наложение корреляционных допущений и построение конечного распределения ВД с использованием модуля ГРАСП-МК (метод Монте-Карло).
5. Моделирование потока платежей с использованием выходных данных, полученных в результате портфельного анализа на предыдущих этапах, моделирование общей структуры транзакции в модуле ГРАСП-ВП (водопад платежей).

*Для объективного и прозрачного сравнения кредитных рейтингов, присвоенных международными рейтинговыми агентствами, с результатами, полученными в рамках процесса валидации, АКРА приняло решение не учитывать какие-либо ограничения, связанные с юрисдикцией транзакций (страновые потолки).*

*В рамках процесса валидации моделей и подтверждения рейтинговых допущений АКРА использовало четыре модуля платформы ГРАСП: ГРАСП-БД, ГРАСП-МСП, ГРАСП-МК и ГРАСП-ВП.*

### Прогнозируемый уровень дефолтов в портфелях активов

Абсолютная средняя величина отклонений между расчетной ожидаемой ВД, полученной в результате применения модулей ГРАСП-МСП и ГРАСП-МК, с соответствующими целевыми ВД, рассчитанными международными рейтинговыми агентствами составила около -0,3%.

В ходе анализа портфелей активов АКРА сравнило расчетные ожидаемые ВД, полученные в результате применения моделей ГРАСП-МСП и ГРАСП-МК, с соответствующими целевыми ВД, рассчитанными международными рейтинговыми агентствами. Абсолютная средняя величина отклонений сопоставляемых величин составила около -0,3%. В единичных случаях наблюдаемое отклонение оказалось более значительным — до 14,8% (подробнее об этом ниже).

**Таблица 2. Сравнительная таблица прогнозируемых и наблюдаемых уровней дефолтов по портфелям кредитов МСП**

Сделка	Ожидаемый уровень дефолтов Moody's	Ожидаемый уровень дефолтов АКРА	Разница	Наблюдаемый уровень дефолтов
Италия 1	21,2%	22,7%	-1,6%	3,9%
Италия 2	17,7%	17,8%	-0,1%	7,3%
Италия 3	17,6%	17,4%	0,2%	17,6%
Италия 4	18,8%	17,4%	1,4%	0,5%
Италия 5	16,5%	15,2%	1,2%	20,7%
Италия 6	20,8%	17,6%	3,2%	1,9%
Италия 7	15,0%	21,8%	-6,8%	0,9%
Италия 8	13,0%	19,4%	-6,4%	1,4%
Италия 9	15,9%	15,7%	0,2%	3,8%
Италия 10	17,3%	23,0%	-5,7%	3,4%
Италия 11	24,5%	21,2%	3,3%	0,0%
Италия 12	22,0%	17,0%	5,0%	14,3%
Италия 13	14,0%	19,7%	-5,7%	0,5%
Испания 1	16,9%	19,6%	-2,6%	0,8%
Испания 2	9,1%	11,1%	-2,0%	0,5%
Испания 3	9,1%	9,6%	-0,5%	0,8%
Испания 4	8,0%	10,2%	-2,3%	1,1%
Испания 5	12,4%	12,0%	0,4%	0,7%
Испания 6	13,0%	13,2%	-0,2%	0,7%
Испания 7	10,6%	14,7%	-4,1%	0,8%
Испания 8	7,1%	7,7%	-0,6%	0,1%
Испания 9	9,3%	9,7%	-0,4%	2,8%
Португалия 1	31,7%	17,0%	14,8%	15,0%
Португалия 2	16,0%	12,1%	3,9%	0,1%
Нидерланды	12,0%	15,4%	-3,4%	4,0%
Германия	9,0%	9,1%	-0,1%	0,0%

Источник: расчеты АКРА, EDW, Moody's

Полученные АКРА результаты в целом сопоставимы с результатами моделирования международных рейтинговых агентств. При анализе портфелей стран с относительно небольшим объемом статистической выборки (например, Португалии) АКРА использовало собственные допущения по ряду рейтинговых факторов. Данные допущения могут отличаться от параметров, которые использовали другие рейтинговые агентства. В ряде случаев это объясняет наличие расхождений по результатам расчетов.

В ходе анализа **португальских** транзакций, в частности, АКРА выявило применение международными рейтинговыми агентствами дополнительных стрессовых корректировок. Данные корректировки применялись для компенсации операционного риска контрагентов, что было обусловлено относительно низким уровнем кредитного рейтинга банков-оригинаторов в данных транзакциях. Поскольку АКРА не проводило оценку стандартов выдачи и обслуживания кредитов в этих банках, оценить обоснованность таких корректировок не представляется возможным. Дополнительное давление на уровень присвоенных рейтингов оказал повышенный суверенный риск Португалии на момент присвоения кредитных рейтингов транзакциям в период с 2015 по 2016 год. Данные факторы объясняют возникновение повышенного уровня отклонения оценок ВД АКРА и Moody's, например, в португальской транзакции №1, где величина отклонения составила 14,8%.

Что касается **итальянских** транзакций, то здесь среднее наблюдаемое отклонение величины ВД, рассчитанной АКРА, от целевой ВД, составило -0,9%. По мнению Агентства, это свидетельствует о более консервативном подходе к оценке рейтинговых факторов и допущений со стороны АКРА по сравнению с международными рейтинговыми агентствами (в частности, Moody's). Диапазон отклонений находится в границах от -6,8 до 5%.

Аналогичным образом результаты анализа портфелей в рамках **испанских** транзакций оказались сопоставимыми с оценками Moody's; среднее отклонение оценок ВД составило -1,5%. В подавляющем большинстве случаев оценки АКРА оказались более консервативными.

### **Сравнение рейтингов**

Для сравнения подходов моделирования и рейтинговых оценок, полученных АКРА в результате анализа транзакций, с соответствующими кредитными рейтингами, присвоенными ранее международными рейтинговыми агентствами, АКРА использовало эталонные таблицы ОП этих агентств. При этом для каждой транзакции определялась рейтинговая оценка, соответствующая расчетным величинам ОП и средневзвешенной жизни. Данный подход позволяет сопоставить буквенно-цифровые обозначения кредитных рейтингов АКРА и международных рейтинговых агентств (в частности, Moody's) и выявить приблизительную разницу между используемыми рейтинговыми шкалами, измеряемую количеством рейтинговых ступеней.

*Полученные АКРА результаты в целом сопоставимы с результатами моделирования международных рейтинговых агентств.*

*В ходе анализа португальских транзакций АКРА выявило применение международными рейтинговыми агентствами дополнительных стрессовых корректировок, обусловленных относительно низким уровнем кредитного рейтинга банков-оригинаторов. Данные факторы объясняют возникновение повышенного уровня отклонения оценок ВД АКРА и Moody's.*



Таблица 3. Результаты сравнительного анализа оценок, полученных АКРА с использованием рейтинговой шкалы международных агентств в ходе перерейтингования европейских сделок секьюритизации МСП

	Рейтинги Moody's*		Рейтинги АКРА**		Разница в ступенях	
	Транш А	Транш В***	Транш А	Транш В	Транш А	Транш В
Италия 1	Aaa		Aaa		0	
Италия 2	Aaa		Aaa		0	
Италия 3	Aaa	Baa2	Aaa	A3	0	2
Италия 4	Aaa		Aaa		0	
Италия 5	Aaa	A3	Aaa	A3	0	0
Италия 6	A2		Aa3		2	
Италия 7	Aaa		Aa2		-2	
Италия 8	Aaa	A3	Aaa	A1	0	2
Италия 9	Aaa		Aaa		0	
Италия 10	A2		A2		0	
Италия 11	A2		A2		0	
Италия 12	A2		A3		-1	
Италия 13	A1		A3		-2	
<b>Средняя абсолютная разница в ступенях рейтинга для сделок Италии</b>					0,5	1,3
Испания 1	Aaa	Baa3	Aaa	Baa3	0	0
Испания 2	A1	Baa1	A1	Ba2	0	-4
Испания 3	A3	Ba1	A1	Ba3	2	-2
Испания 4	Aaa	Сaa1	Aa2	Сaa1	-2	0
Испания 5	A3	B1	A2	Сaa1	1	-3
Испания 6	Aaa	Сaa2	Aaa	Сaa1	0	1
Испания 7	Aa3	B2	Aa3	Сaa3	0	-4
Испания 8	Aaa	B2	Aaa	B3	0	-1
Испания 9	Aaa	Ba3	Aaa	B2	0	-2
<b>Средняя абсолютная разница в ступенях рейтинга для сделок Испании</b>					0,6	1,9
Португалия 1	A3	B1	Aa2	Сaa1	4	-3
Португалия 2	A3	Baa3	Aa2	Baa3	4	0
Нидерланды	Aaa		Aaa		0	
Германия	A2		Baa2		-3	
<b>Средняя абсолютная разница в ступенях рейтинга для всех сделок</b>					0,9	1,7

\* Рейтинги Moody's без странового потолка.

\*\* Тест-рейтинги АКРА с использованием шкалы Moody's.

\*\*\* Отсутствие рейтинга в таблице обусловлено тем фактом, что рейтинг не присваивался (не был запрошен банком-оригинатором).

Источник: расчеты АКРА, EDW, Moody's

### Рейтинговый анализ старших траншей

По итогам анализа транзакций с использованием модели ГРАСП-ВП средний уровень расхождений рейтинговых оценок АКРА и кредитных рейтингов Moody's составил 0,9 рейтинговой ступени в абсолютном выражении<sup>15</sup>. В большинстве случаев оценки АКРА оказались более консервативными. Исключением стали португальские транзакции, на результаты анализа которых, как было отмечено выше, оказали влияние примененные АКРА рейтинговые допущения, отличные от допущений Moody's. В свою очередь это обусловило иные оценки ВД и, как следствие, иные рейтинговые оценки.

Средний уровень отклонения рейтинговых оценок АКРА от кредитных рейтингов Moody's в итальянских транзакциях составил 0,5 рейтинговой ступени при наблюдаемой максимальной разнице в две рейтинговые ступени (отражает несколько большую степень консерватизма в подходе АКРА). В ходе анализа итальянских сделок АКРА учло ряд специфических особенностей рынка Италии, например, использование нетрадиционного определения дефолтных активов (180/365 дней просрочки против стандартных 90+, используемых в других европейских странах) или более высокий по сравнению с испанским и португальским рынками средний уровень возмещения потерь в размере 48,7% (был рассчитан на базе открытых источников, в т. ч. рейтинговых отчетов международных рейтинговых агентств). В целом, как видно из *табл. 3*, результаты рейтингового анализа, проведенного АКРА, весьма близки к результатам Moody's.

При анализе испанских сделок рейтинговые допущения, использованные АКРА, в целом были схожи с допущениями, используемыми в итальянских транзакциях, однако АКРА выявило ряд специфических особенностей. В частности, испанские сделки оказались в большей степени подвержены риску смешения<sup>16</sup> и процентному риску, что объясняет необходимость применения дополнительных стресс-корректировок. Часть сделок были определены АКРА как псевдостатические ("pseudo-static"), что нетипично для других европейских рынков и потребовало дополнительной адаптации используемых АКРА моделей. Тем не менее результаты моделирования АКРА оказались весьма близки к результатам международных рейтинговых агентств: максимальное расхождение рейтинговых оценок АКРА и Moody's составило две рейтинговые ступени (при наблюдаемом среднем расхождении 0,6 ступени).

*По итогам анализа транзакций с использованием модели ГРАСП-ВП средний уровень расхождений рейтинговых оценок АКРА и кредитных рейтингов Moody's составил 0,9 рейтинговой ступени в абсолютном выражении. В большинстве случаев оценки АКРА оказались более консервативными.*

*В ходе анализа итальянских сделок АКРА учло ряд специфических особенностей рынка Италии, например, использование нетрадиционного определения дефолтных активов или более высокий по сравнению с испанским и португальским рынками средний уровень возмещения потерь в размере 48,7%.*

*Испанские сделки оказались в большей степени подвержены риску смешения и процентному риску, что объясняет необходимость применения дополнительных стресс-корректировок.*

<sup>15</sup> Деления рейтинговой шкалы могут рассматриваться как диапазон числовых значений от 1 до 20, где единице соответствует уровень рейтинга AAA(ru.sf), а двадцати — SD, т.е. состояние дефолта финансового обязательства (дискретный аналог рейтинга, ДАР). При таком подходе расхождение рейтинговых оценок может быть выражено в числовом значении, в том числе в долях рейтинговых ступеней.

<sup>16</sup> Риск потерь по облигациям, обеспеченным секьюритизированным портфелем, ввиду временной приостановки потока наличности (от секьюритизированного портфеля к облигациям) после дефолта банка, в котором открыт счет сбора платежей.

*Значительная разница в степенях рейтинга, наблюдаемая по младшим траншам, обусловлена более консервативными допущениями и корректировками, использованными АКРА в ходе рейтингового анализа. В свою очередь это вызвано отсутствием у АКРА ряда данных, которые обычно предоставляются рейтинговому агентству непосредственно банком-оригинатором.*

### **Рейтинговый анализ младших траншей**

В силу ограниченного объема доступных данных результаты, полученные АКРА по итогам анализа, демонстрируют более высокую волатильность рейтинговых оценок младших траншей по сравнению с результатами, показанными международными рейтинговыми агентствами. По мнению АКРА, значительная разница в степенях рейтинга, наблюдаемая по отдельным транзакциям, обусловлена более консервативными допущениями и корректировками, использованными АКРА в ходе рейтингового анализа. В свою очередь это вызвано отсутствием у АКРА ряда данных, которые обычно предоставляются рейтинговому агентству непосредственно банком-оригинатором (например, исторические данные об уровнях возмещения, фактические графики амортизации, распределения дефолтов во времени), а также различием корреляционных и иных макроэкономических допущений для отдельно взятой юрисдикции. В том случае, если АКРА будет присваивать официальный публичный рейтинг транзакции в Европе, Агентство будет проводить детальный анализ юрисдикции на предмет выявления корреляционных зависимостей и иных допущений, необходимых для оценки рейтингуемых траншей.

### **Субординация**

В ходе моделирования потока платежей и анализа структуры сделок АКРА выявило, что эмиссионная документация по отдельным транзакциям предусматривает право банка-оригинатора осуществлять обратный выкуп дефолтных активов. По мнению АКРА, механизм выкупа оказывает непосредственное влияние на разницу между наблюдаемыми кумулятивными дефолтами по каждой транзакции и уровнями субординации, рассчитанными в рамках присвоения рейтинга траншам (табл. 4).

Таблица 4. Сравнительный анализ размеров общей кредитной поддержки и наблюдаемых уровней дефолтов по европейским сделкам секьюритизации МСП

Сделка	Рейтинги АКРА*		Общая кредитная поддержка		Наблюдаемый уровень дефолтов	Год закрытия сделки
	Транш А	Транш В	Транш А	Транш В		
Италия 1	Aaa		40,33%		3,9%	2014
Италия 2	Aaa		40,69%		7,3%	2014
Италия 3	Aaa	A3	46,00%	31,00%	17,6%	2014
Италия 4**	Aaa		47,20%		0,5%	2014
Италия 5	Aaa	A3	61,30%***	48,30%	20,7%	2011
Италия 6	Aa3		32,90%		1,9%	2012
Италия 7	Aa2		42,10%		0,9%	2012
Италия 8**	Aaa	A1	34,66%	23,38%	1,4%	2016
Италия 9	Aaa		35,12%		3,8%	2014
Италия 10	A2		28,30%		3,4%	2012
Италия 11	A2		33,00%		0,0%	2012
Италия 12	A3		36,20%		14,3%	2012
Италия 13	A3		39,34%		0,5%	2016
Испания 1	Aaa	Baa3	43,50%	20,00%	0,8%	2014
Испания 2	A1	Ba2	35,00%	20,00%	0,5%	2014
Испания 3	A1	Ba3	40,00%	20,00%	0,8%	2013
Испания 4	Aa2	Saa1	25,00%	3,00%	1,1%	2015
Испания 5	A2	Saa1	30,00%	10,00%	0,7%	2013
Испания 6	Aaa	Saa1	22,00%	4,00%	0,7%	2015
Испания 7	Aa3	Saa3	22,00%	4,75%	0,8%	2016
Испания 8	Aaa	B3	22,00%	7,00%	0,1%	2014
Испания 9	Aaa	B2	35,00%	10,00%	2,8%	2013
Португалия 1	Aa2	Saa1	46,60%	42,15%	15,0%	2015
Португалия 2	Aa2	Baa3	40,00%	30,00%	0,1%	2016
Нидерланды	Aaa		34,29%		4,0%	2014
Германия	Baa2		22,88%		0,0%	2017

\* Тест-рейтинги АКРА с использованием шкалы Moody's.

\*\* В указанных транзакциях под Траншем А подразумеваются старшие транши, стоящие в первой очереди порядка распределения процентных поступлений.

\*\*\* Высокий уровень общей кредитной поддержки обусловлен низким кредитным качеством портфеля обеспечения и банка-оригинатора.

Источник: расчеты АКРА, EDW, Moody's

Даже без учета итальянской сделки, имеющей высокий уровень общей кредитной поддержки<sup>17</sup> старшего транша (61,30%), средний уровень кредитной поддержки по итальянским транзакциям составляет 38%. Наряду с этим средний показатель фактических дефолтов по выборке итальянских сделок составил 5,9% (при максимальном наблюдаемом значении — 20,7%).

Аналогичный результат дает моделирование испанских сделок, проведенное с использованием подхода АКРА. Расчеты показали, что при среднем уровне кредитной поддержки, равном 30,5% от номинала облигаций, уровень фактических дефолтов по испанским транзакциям не превышает 1,2% при максимально наблюдаемом значении — 2,8%.

*Средний уровень кредитной поддержки по итальянским транзакциям составляет 38%. Наряду с этим средний показатель фактических дефолтов по выборке итальянских сделок составил 5,9%.*

*При среднем уровне кредитной поддержки, равном 30,5% от номинала облигаций, уровень фактических дефолтов по испанским транзакциям не превышает 1,2% при максимально наблюдаемом значении — 2,8%.*

<sup>17</sup> Общая кредитная поддержка включает в себя субординацию (сумму младших траншей, являющихся субординированными по отношению к старшему траншу и абсорбирующих потери по портфелю в первую очередь), а также резервный фонд, природа и способы использования которого зависят от структуры сделки.

*Существенное различие в размерах субординации и реально зафиксированных потерь обусловлено тем, что большинство моделей, включая платформу ГРАСП, учитывают кредитный риск портфелей в случае серьезного макроэкономического спада.*

*Низкий показатель реальных зафиксированных потерь по портфелям также обусловлен наличием у originатора права обратного выкупа дефолтных активов, которое оказывает, как правило, существенное положительное влияние на уровни наблюдаемых дефолтов.*

*Работа, проведенная АКРА в рамках статистической валидации рейтинговой платформы, показала, что уровни кредитной поддержки, которые предусмотрены структурой сделки и подтверждены расчетами АКРА, обеспечивают защиту, необходимую для снижения реальных зафиксированных потерь по всем рейтингуемым траншам облигаций.*

АКРА отмечает, что существенное различие в размерах субординации и реально зафиксированных потерь обусловлено тем, что большинство моделей, включая платформу ГРАСП, учитывают кредитный риск портфелей в случае серьезного макроэкономического спада. АКРА Стресс-Сценарий AAA(ru.sf) (АССА) основан на консервативном сценарии экономического спада, интегрирующем опыт рецессий в России в 1993–2016 годах, а также кризиса в США в 2007–2009 годах, и предполагает сочетание внешних и внутренних негативных макроэкономических факторов. Наблюдаемые кумулятивные дефолты отражают размер реальных потерь в стабильных или умеренно консервативных экономических условиях существования транзакции, значительно менее стрессовых в сравнении с АССА.

По мнению АКРА, низкий показатель реальных зафиксированных потерь по портфелям также обусловлен наличием у originатора права обратного выкупа дефолтных активов, которое оказывает, как правило, существенное положительное влияние на уровни наблюдаемых дефолтов. Тем не менее анализ АКРА показал, что размер общей кредитной поддержки в анализируемых транзакциях превышал реальные наблюдаемые уровни дефолтов по портфелям обеспечения даже в тех сделках, где у originаторов отсутствовала реальная возможность проведения обратного выкупа. К примеру, в ряде итальянских транзакций наблюдались высокие фактические уровни дефолтов по портфелю, что было связано с финансовыми проблемами банков-оригинаторов, которые были вынуждены прибегать к материальной помощи Центрального банка Италии. При этом ни в одной из указанных транзакций не было зафиксировано событие дефолта как по старшим, так и по младшим траншам облигаций. АКРА полагает, что положительная динамика исторических показателей качества обслуживания портфелей активов и отсутствие дефолтов по рейтингуемым траншам облигаций — это ключевые факторы, подтверждающие обоснованность высоких рейтингов, присвоенных сделкам секьюритизации кредитов МСП в Европе.

### **Заключение**

По мнению АКРА, рейтинговый анализ выборки европейских сделок секьюритизации кредитов МСП, осуществленный в соответствии с действующей методологией присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования (с использованием модельной платформы ГРАСП), показал стабильные и в достаточной мере консервативные результаты. Это доказывает обоснованность и достоверность подхода АКРА, а также его применимость в рамках европейского рынка секьюритизации кредитов МСП. Рейтинговый анализ проводился с использованием статистических данных российского и европейского рынков кредитования, а также допущений относительно вероятности дефолта кредитов с различными характеристиками, основанных на статистическом анализе, который описан в первой части исследования. Работа, проведенная АКРА в рамках статистической валидации рейтинговой платформы, показала, что уровни кредитной поддержки, которые предусмотрены структурой сделки и подтверждены расчетами АКРА, обеспечивают защиту, необходимую для снижения реальных зафиксированных потерь по всем рейтингуемым потерь

по всем рейтингуемым траншам облигаций. Значительное число сделок получили наивысший рейтинг по международной шкале, который не учитывал влияния страновых потолков на уровни присвоенных рейтингов. Таким образом, модельная платформа и аналитический подход АКРА могут применяться для присвоения рейтингов российским и европейским выпускам облигаций структурированного финансирования.

*Модельная платформа и аналитический подход АКРА могут применяться для присвоения рейтингов российским и европейским выпускам облигаций структурированного финансирования.*

## **Влияние инструментов секьюритизации на развитие сектора МСП в России**

Рынок структурированных продуктов необходим национальной экономике в качестве одного из инструментов развития сегмента МСП. В отсутствие каналов диверсификации финансирования банки являются единственным источником фондирования реального сектора. При наличии достаточной экспертизы и в случае использования аналитических подходов, подразумевающих глубокий анализ транзакций с применением соответствующих инструментов, секьюритизация поможет освободить дополнительные источники финансирования для реальных секторов экономики. Без рынка секьюритизации национальная экономика теряет канал финансирования и инструмент передачи рисков, в частности, для малого и среднего бизнеса. В странах ЕС, к примеру, это привело к замедлению темпов восстановления кредитования, роста экономики и создания новых рабочих мест после международного финансового кризиса 2008–2009 годов<sup>18</sup>. По мнению АКРА, многотраншевая секьюритизация, подразумевающая наличие внутренних механизмов минимизации рисков и защиты инвесторов (без бюджетной поддержки), незаменима для оптимизации внутренних процессов, предоставляя экономике ряд дополнительных возможностей:

*Инструменты секьюритизации, обеспеченные кредитами МСП, существенно расширят объем высококачественных инвестиций и позволят обеспечить оптимальное использование государственных ресурсов.*

- источник длинных денег;
- фактор существенной диверсификации инструментов для инвестиций, доступных широкому кругу инвесторов;
- метод оптимизации использования эндогенных механизмов повышения и поддержки кредитного качества, снижающих зависимость от государственного финансирования и увеличивающих экономию бюджетных средств;
- прозрачность, измеримость и возможность мониторинга совокупного риска как на уровне отдельной транзакции, так и на федеральном уровне;
- повышение стандартов кредитования на основе мониторинга и обработки статистики;
- оптимизация IT-систем банков, включая небольшие финансовые организации;
- диверсификация рисков контрагентов по сделке, снижающая зависимость от ключевых сторон и повышающая вероятность их замены в случае наступления определенных событий.

<sup>18</sup> [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/528824/EPRS\\_BRI\(2015\)528824\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/528824/EPRS_BRI(2015)528824_EN.pdf)

*АКРА полагает, что старшие выпуски (транши) структурированных облигаций, обеспеченные кредитами МСП высокого качества и имеющие достаточную кредитную поддержку, имеют эквивалентное (а зачастую и лучшее) кредитное качество в сравнении с необеспеченными эмиссиями, которое транслируется в соответствующие оценки ожидаемых потерь и уровни рейтинга.*

*Средства институциональных инвесторов в т. ч. пенсионных фондов могут быть привлечены в реальный сектор экономики путем вложения в старшие (наиболее защищенные) транши структурированных облигаций, обеспечивая финансирование без привлечения дополнительных субсидий со стороны государства.*

*Дальнейшее развитие рынка многотраншевой секьюритизации в России позволит банкам достичь тех же объемов выпуска инструментов структурированного финансирования, обеспеченных кредитами МСП, что и в Европе.*

*Секьюритизация повысит доступность кредитов для субъектов МСП, в том числе за счет снижения стоимости фондирования, которое станет возможным благодаря детальному анализу риск-профиля задолженности.*

Благодаря высокому уровню надежности старшие выпуски (транши) структурированных облигаций, обеспеченные кредитами МСП высокого качества и имеющие достаточную кредитную поддержку, демонстрируют один из самых низких уровней просрочки в мире. Их поведение в меньшей степени подвержено влиянию макроэкономических колебаний и схоже с поведением наименее рискованных рыночных активов. АКРА полагает, что выпуски ценных бумаг, обеспеченные подобными активами, имеют эквивалентное (а зачастую и лучшее) кредитное качество в сравнении с необеспеченными эмиссиями, которое транслируется в соответствующие оценки ожидаемых потерь и уровни рейтинга.

Средства институциональных инвесторов (в т. ч. пенсионных фондов) могут быть привлечены в реальный сектор экономики путем вложения в старшие (наиболее защищенные) транши структурированных облигаций, обеспечивая при этом финансирование реальных секторов без привлечения дополнительных субсидий со стороны государства.

Структурированные облигации высокого кредитного качества, обеспеченные кредитами МСП, могут выпускаться с использованием как механизмов государственной поддержки, так и эндогенных механизмов защиты (субординация, резервные фонды), что позволит существенно экономить бюджетные ассигнования на развитие сектора МСП. Подобные бумаги обогатят инвестиционные стратегии и позволят диверсифицировать риски в уже существующих портфелях активов.

В Европе доля секьюритизации задолженности субъектов МСП достигала максимального значения в 16% от общего объема выданных кредитов, что, по мнению АКРА, напрямую транслировалось в более доступное и дешевое финансирование для субъектов малого и среднего бизнеса. Доля российского рынка секьюритизации МСП составляет менее 1/16 от европейского рынка, или менее 1% от общего объема задолженности МСП в России. Учитывая текущий объем задолженности российских субъектов МСП перед коммерческими банками (около 5 трлн руб. на 01.09.2018), АКРА допускает, что дальнейшее развитие рынка многотраншевой секьюритизации в России позволит банкам достичь тех же объемов выпуска инструментов структурированного финансирования, обеспеченных кредитами МСП, что и в Европе (16%, или 800 млрд руб.). Рост числа новых выпусков структурированных бумаг, в свою очередь, даст банкам возможность снизить нагрузку на капитал и значительно увеличит объем финансирования малых и микропредприятий.

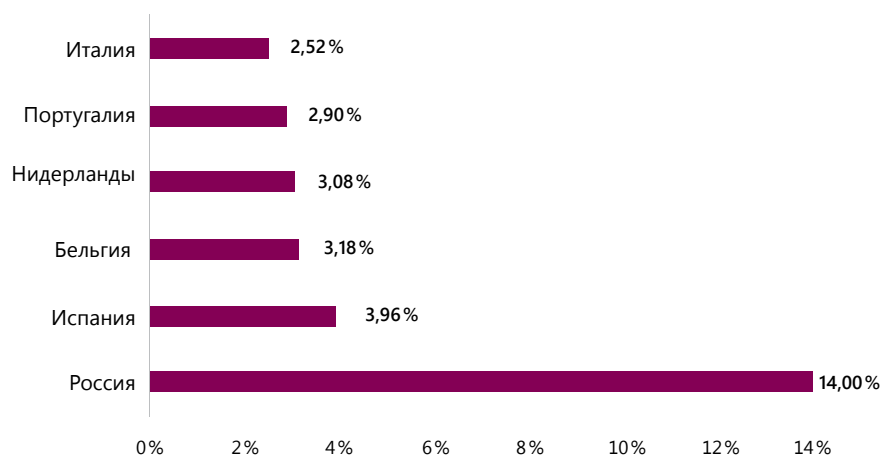
По мнению АКРА, секьюритизация повысит доступность кредитов для субъектов МСП, в том числе за счет снижения стоимости фондирования, которое станет возможным благодаря детальному анализу риск-профиля задолженности. Детальный анализ зависимости качества обслуживания долга от параметров кредита, заемщика и объекта залога позволит банкам идентифицировать корзины заемщиков с лучшими характеристиками, которые по своему качеству не будут уступать европейским аналогам, и адаптировать для них условия выдачи и обслуживания кредита.

Благодаря идентификации риск-профиля задолженности, селективному подходу и, как следствие, выборочному снижению процентных ставок по кредитам формируется инструмент поддержки наиболее надежных и конкурентных субъектов МСП.

Процентная маржа<sup>19</sup> для кредитов МСП в Европе (по отношению к базовому индикатору процентной ставки) составляет от 2 до 3% по активам со сроком погашения до пяти лет. В России средняя процентная ставка, выплачиваемая субъектами МСП, колеблется в пределах от 12 до 14% (без учета программ господдержки)<sup>20</sup>, таким образом размер процентной маржи составляет от 4,25 до 6,25%. Увеличение объемов секьюритизации кредитов МСП с использованием глубокой экспертизы и широкой статистической базы будет способствовать сближению размера процентной маржи в России с наблюдаемыми в Европе уровнями, что обеспечит более дешевую стоимость финансирования для субъектов МСП. По мнению АКРА, инфраструктура и опыт, необходимые для этого роста, уже существуют на российских рынках капитала.

*Увеличение объемов секьюритизации кредитов МСП с использованием глубокой экспертизы и широкой статистической базы будет способствовать сближению размера процентной маржи в России с наблюдаемыми в Европе уровнями, что обеспечит более дешевую стоимость финансирования для субъектов МСП.*

#### Рисунок 10. Средний размер процентной ставки по кредитам МСП в отдельных странах



Источник: данные российских банков, EDW

*Снижение процентной ставки с текущих уровней до 9,75% для компаний с наиболее сильным кредитным профилем позволит сэкономить около 63,8 млрд руб. бюджетных средств, которые могут быть перенаправлены на финансирование прочих субъектов МСП.*

АКРА полагает, что процентная ставка, выплачиваемая компаниями с наиболее сильным кредитным профилем, потенциально может быть снижена с текущих уровней до 9,75% (в зависимости от характеристик каждого отдельного кредита). По оценкам АКРА, компании, входящие в группу наиболее конкурентных МСП, на текущий момент занимают около 10% общего кредитного портфеля. Исходя из допущений о средних параметрах кредитов в сегментах микро, малого и среднего бизнеса в части суммы и срока выдачи, экономия средств для всей выборки «сильных» субъектов МСП может составить около 63,8 млрд руб. Фактически большая часть этих денег представляет собой бюджетные ассигнования и средства институтов развития рынка, которые могут быть перенаправлены на финансирование прочих субъектов МСП, более нуждающихся в государственной поддержке.

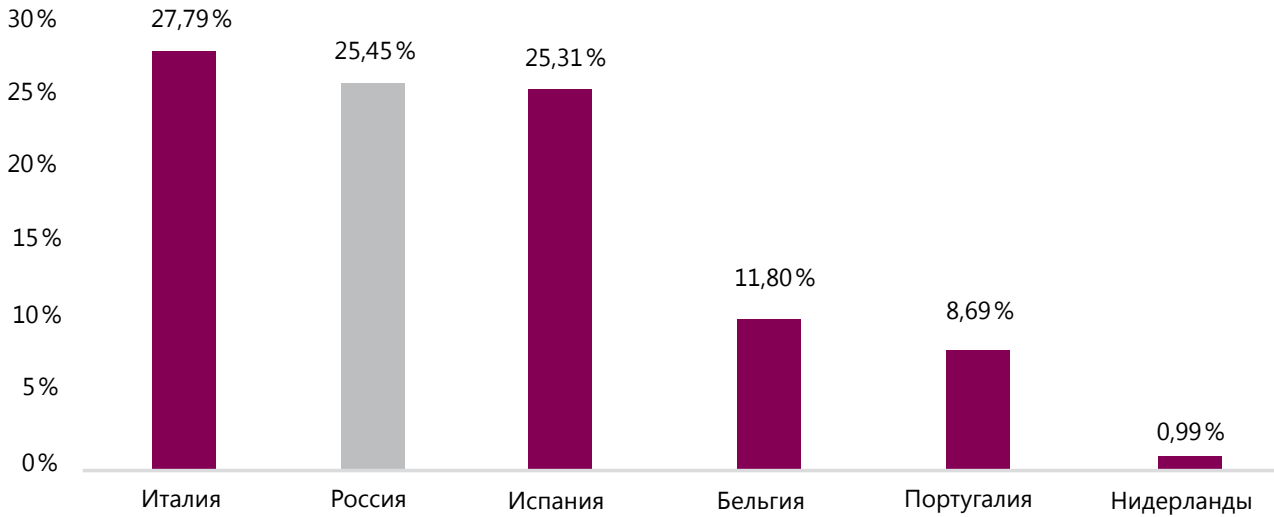
<sup>19</sup> Номинальная процентная ставка по кредиту вычисляется путем прибавления к базовой ставке (индикатору, в качестве которого обычно выступают межбанковские ставки EURIBOR или LIBOR) процентной маржи. Размер маржи определяется на основе целого ряда факторов: финансового состояния заемщика, характера займа, рыночной конъюнктуры и т. д.

<sup>20</sup> Размер средней процентной ставки с учетом льготных программ составляет 11–12%.



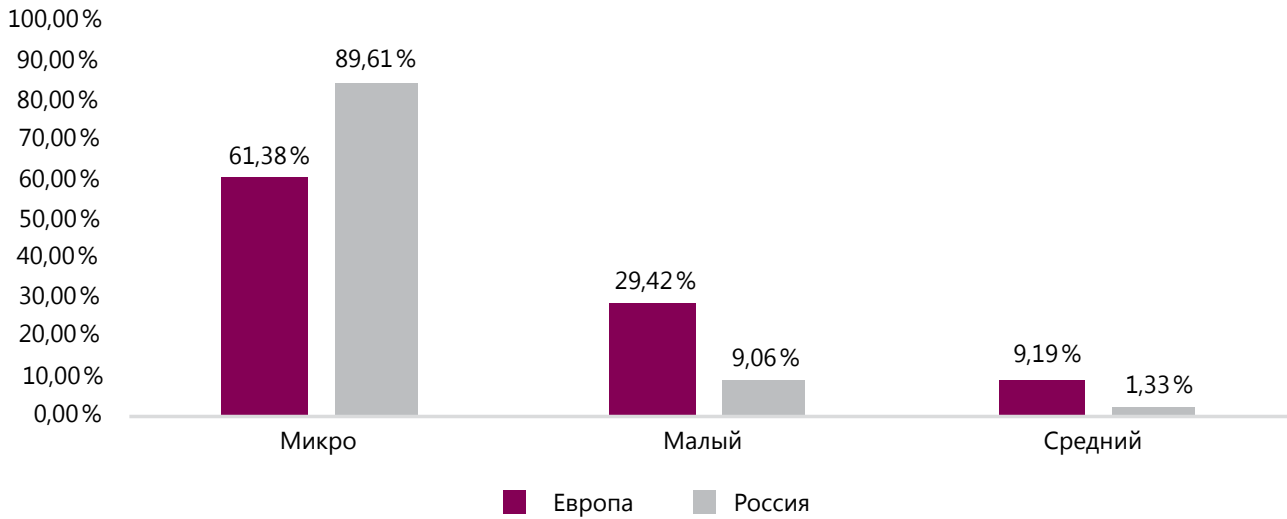
Приложение 1. Описание выборки российских и европейских кредитов МСП для целей статистического анализа

Рисунок 11. Распределение портфеля по странам выдачи



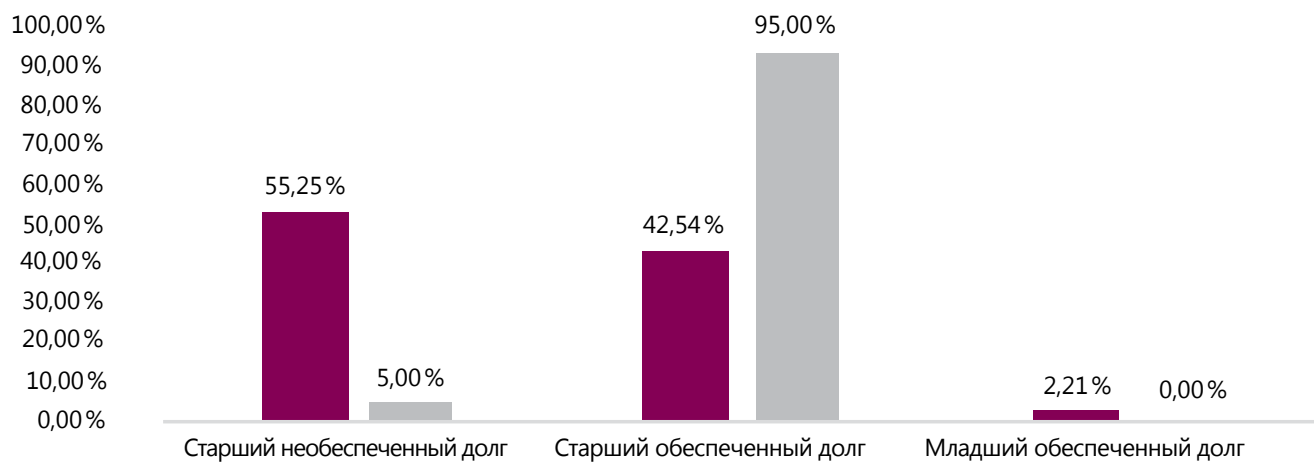
Источник: данные российских банков, EDW

Рисунок 12. Распределение портфеля по категории субъектов МСП



Источник: данные российских банков, EDW

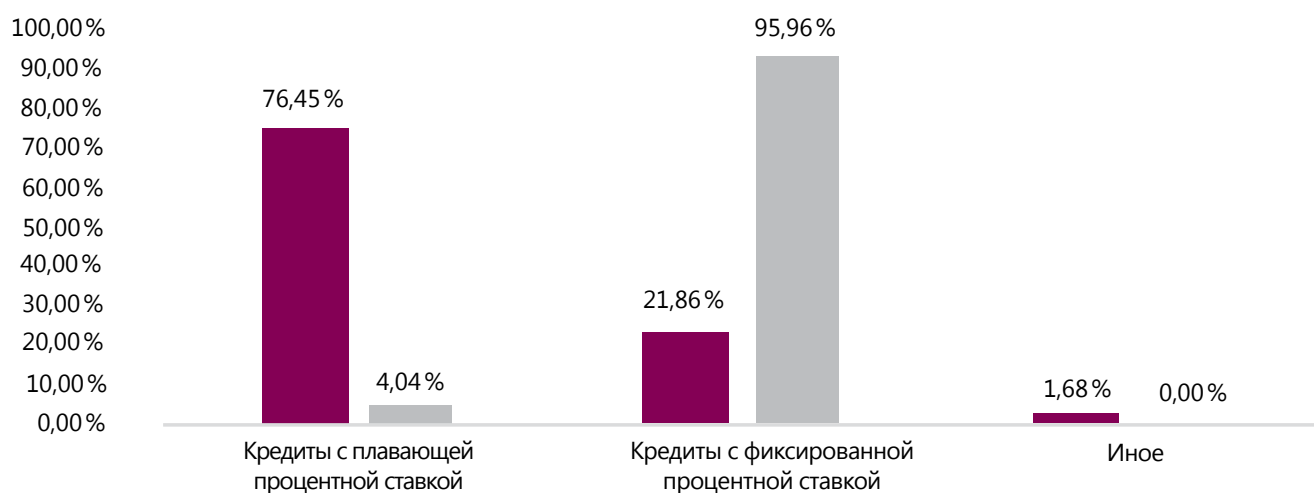
Рисунок 13. Распределение портфеля в зависимости от старшинства обязательств



Источник: данные российских банков, EDW

■ Европа ■ Россия

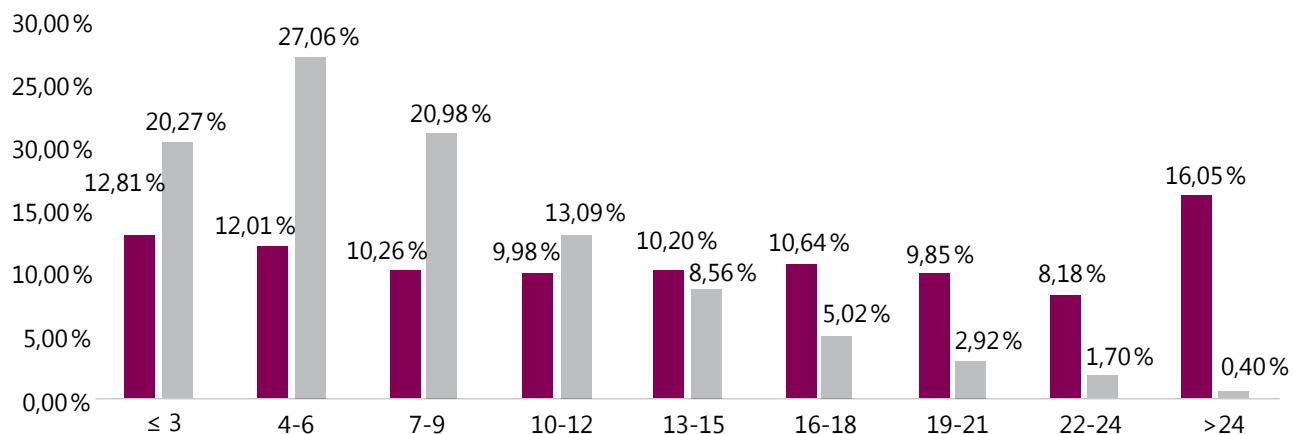
Рисунок 14. Распределение портфеля по типу процентной ставки



Источник: данные российских банков, EDW

■ Европа ■ Россия

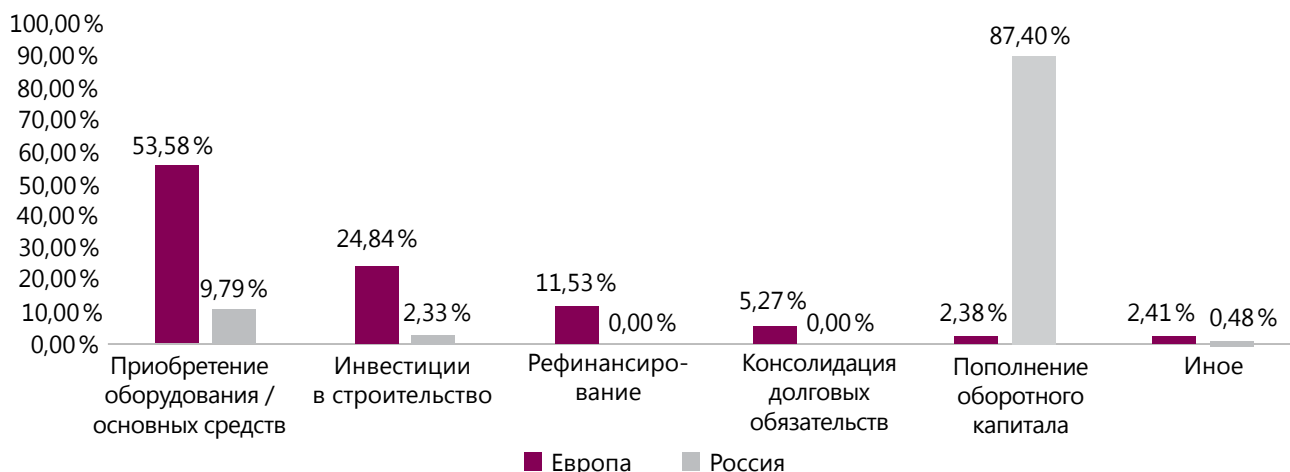
Рисунок 15. Распределение кредитов по сроку жизни компании на дату выдачи кредита (лет)



Источник: данные российских банков, EDW

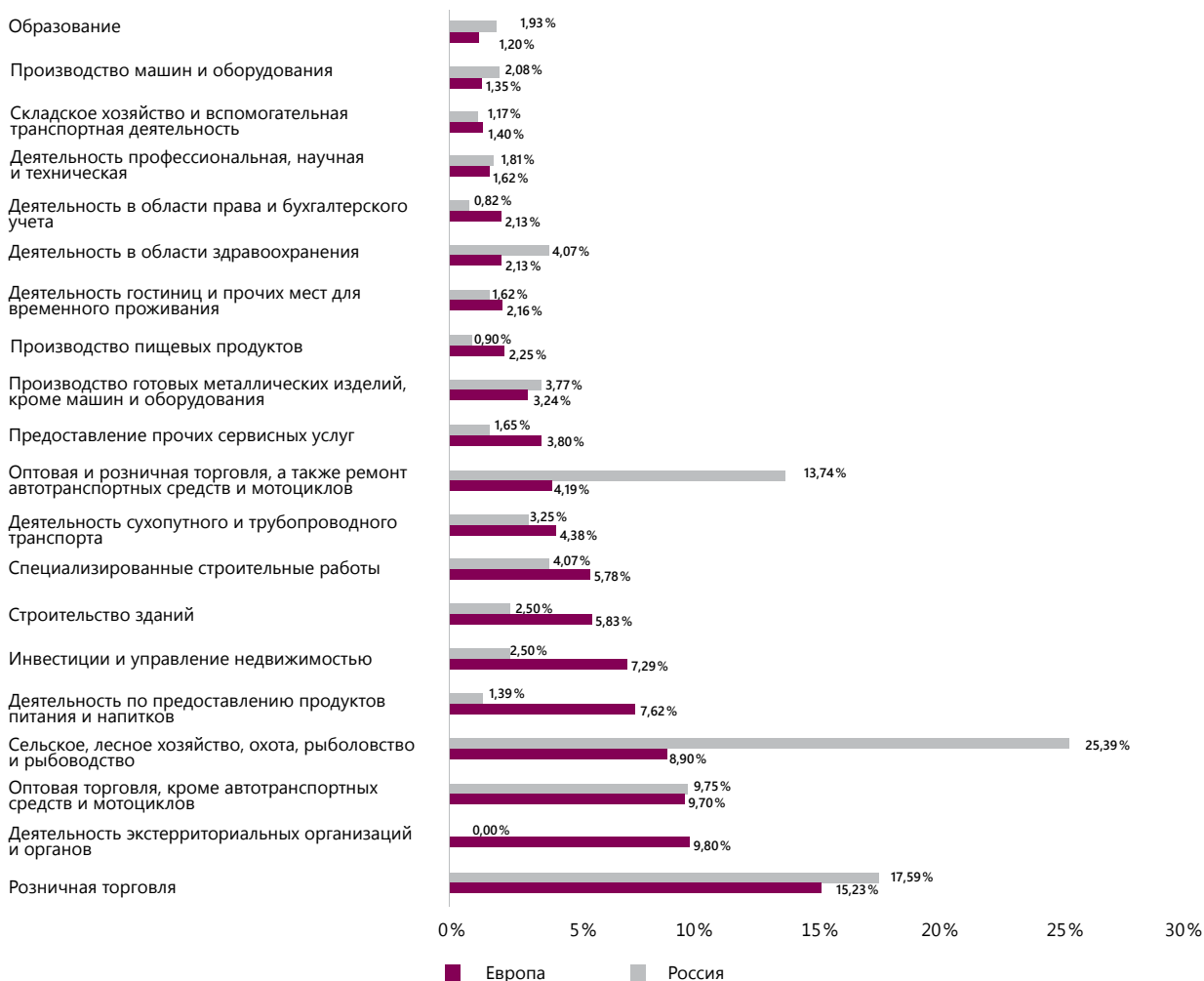
■ Европа ■ Россия

Рисунок 16. Распределение портфеля в зависимости от цели кредита



Источник: данные российских банков, EDW

Рисунок 17. Распределение портфеля в зависимости от отрасли заемщика<sup>21</sup>



Источник: данные российских банков, EDW

<sup>21</sup> В графике приведены данные по 20 крупнейшим отраслям, совокупная доля которых составляет 76,3%.

(С) 2019

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Садовническая набережная, д. 75  
[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Только в случае распространения информации о присвоенном кредитном рейтинге и прогнозе по кредитному рейтингу любым способом, обеспечивающим доступ к ней неограниченного круга лиц, данный кредитный рейтинг и прогноз по кредитному рейтингу входит в сферу регулирования Центрального банка Российской Федерации.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.