

ТИМУР ИСКАНДАРОВ

Старший директор,
руководитель группы рейтингов
проектного и структурированного
финансирования

+7 (495) 139 04 94

timur.iskandarov@acra-ratings.ru

ДЕНИС ХМИЛЕВСКИЙ

Старший аналитик группы рейтингов
проектного и структурированного
финансирования

+7 (495) 139 04 80 доб. 158

denis.khmilevskiy@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

СТРУКТУРИРОВАННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ | РОССИЯ

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В ВОПРОСАХ И ОТВЕТАХ: РЕЙТИНГОВЫЙ АНАЛИЗ ИНСТРУМЕНТОВ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Сделки структурированного финансирования характеризуются большим разнообразием как с точки зрения типов секьюритизируемых базовых активов, условий выпуска, применяемых механизмов поддержки и прочих условий, так и основных факторов кредитного риска, а значит — и рейтинговых подходов. В настоящем аналитическом комментарии кратко опишем основные этапы и принципы рейтингового анализа в отношении различных типов транзакций по секьюритизации.

Какова природа кредитного рейтинга инструментов и обязательств структурированного финансирования?

Кредитный рейтинг, присваиваемый АКРА инструментам и обязательствам структурированного финансирования, является субъективным мнением Агентства о вероятности возникновения и величине потерь по рейтингуемым обязательствам (как с точки зрения своевременности осуществления выплат по отдельным компонентам обязательства — например, купонных платежей, — так и полноты исполнения всех обязательств по рейтингуемому инструменту).

Модельная составляющая рейтингового анализа инструментов структурированного финансирования сводится к определению математического распределения вероятности дефолта (PD), а также уровня потерь в случае дефолта (LGD) на различных временных горизонтах. Произведение этих величин отражает объем ожидаемых потерь (EL).

Кредитный рейтинг присваивается с использованием эталонных таблиц вероятностей дефолта и ожидаемых потерь путем сопоставления расчетной величины ожидаемых потерь по рейтингуемому инструменту в течение срока до его юридического погашения с эталонными значениями в таблице. Кредитный рейтинг присваивается с применением шкалы структурированного финансирования и имеет постфикс (.sf).

Какие источники информации использует рейтинговое агентство для анализа сделки?

Основным источником информации при проведении рейтингового анализа является информация, предоставляемая оригинаторами секьюритизируемых активов и/или организаторами сделки:

- эмиссионная документация по выпускам ценных бумаг;
- контрактная документация со всеми контрагентами эмитента;
- анкетные данные по портфелю активов в разбивке по индивидуальным кредитам (loan-by-loan);
- графики погашения секьюритизируемых обязательств в портфеле обеспечения по сделке;
- заключение о результатах проверки достоверности данных в портфеле, проводимой в соответствии с согласованными процедурами аудита;
- ретроспективные данные об уровнях дефолтности, возмещения потерь, полного и частичного досрочного погашения по кредитным продуктам банка-оригинатора, сопоставимым по своим характеристикам с секьюритизируемыми активами;
- данные о статистически аномальных показателях кредитных портфелей, наблюдаемых в результате реализации внешних факторов риска.

В чем заключается количественный анализ сделок структурированного финансирования?

Количественный анализ сделок по выпуску инструментов структурированного финансирования в большинстве случаев осуществляют в два последовательных этапа:

- анализ секьюритизируемого портфеля активов с целью выявления его рисковых характеристик, а также определения как наиболее вероятного, так и предельно консервативного сценариев изменения его основных параметров в течение срока жизни рейтингуемого инструмента;
- анализ структуры выпуска рейтингуемого инструмента с учетом эндогенных механизмов поддержки кредитного качества в контексте результатов, полученных на предыдущем этапе.

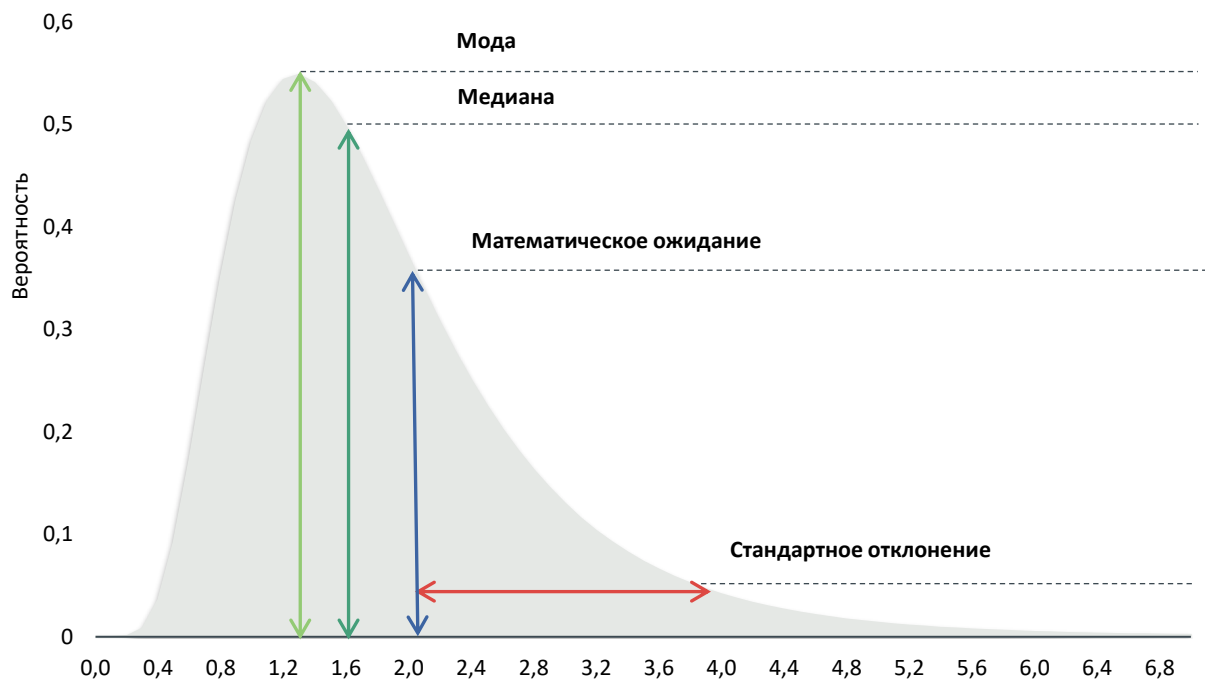
Какие показатели кредитного качества портфеля являются результатом проведения количественного анализа секьюритизируемых активов?

Количественный анализ секьюритизируемых портфелей активов начинается с оценки текущего кредитного качества индивидуальных кредитов, входящих в портфель. Учитывая вид актива, а также уровень концентрации портфеля по количеству кредитов в портфеле и по максимальной доле отдельных заемщиков, расчет индивидуальных вероятностей дефолта и/или уровней ожидаемых потерь осуществляется либо с помощью портфельных методов анализа (например, с применением полипараметрического сопоставительного подхода, заключающегося в пошаговом сопоставлении каждого актива с отправным, или эталонным, кредитом), либо путем присвоения полноценной рейтинговой или кредитной оценки (данный метод используется реже). Следующий этап — определение совокупного кредитного качества портфеля на основании результатов индивидуальной оценки.

Как показывает практика, каждый тип активов имеет свои ключевые характеристики, определяющие его кредитное качество. Например, для ипотечных кредитов таким показателем является отношение величины кредита к величине залога (коэффициент К/З), для розничных кредитов — исторические показатели дефолтности, для кредитов субъектам МСП — отраслевая принадлежность и «возраст» компании и т. д.

Горизонт прогнозирования в рамках сделок секьюритизации совпадает с планируемым сроком обращения рейтингуемых инструментов, поэтому результатом проведения количественного анализа секьюритизируемого портфеля активов является, как правило, математическое распределение вероятности возникновения и величины потерь по портфелю, а также его базовые характеристики — математическое ожидание и среднеквадратическое отклонение (см. рис. 1).

Рисунок 1. Пример логнормального распределения ожидаемых потерь по портфелю розничных кредитов



Источник: АКРА

Какова статистическая основа модельных допущений в рамках количественного анализа активов? ¹

Разработка рейтинговых моделей подразумевает подробный статистический анализ различного рода исторических данных по кредитным портфелям разных типов. Например, в ходе разработки модели анализа ипотечных портфелей АКРА выделило тенденции влияния ключевых характеристик индивидуальных кредитов на уровень просроченной задолженности, которые позволили определить и обосновать модельные допущения, а также учесть особенности национального рынка ипотечного кредитования. Так, целевой кредит на покупку квартиры, выданный заемщику старше 40 лет, который имеет высшее образование и способен официально подтвердить доход (справкой 2-НДФЛ), характеризуется более низкой вероятностью дефолта по сравнению с нецелевыми кредитами под залог недвижимости или с кредитами заемщикам моложе 25 лет, имеющим только среднее образование и доход, подтвержденный справкой по форме кредитора или работодателя.

¹ На примере ипотечных кредитов.

Рисунок 2. Примеры влияния индивидуальных характеристик ипотечных кредитов и заемщиков по ним на уровень дефолтов



Источник: АКРА

Ключевой характеристикой, определяющей кредитное качество ипотечного кредита, является коэффициент К/З: отношение суммы кредита к стоимости имущества, передаваемого в залог кредитной организации. В данном случае наблюдается прямая зависимость — чем ниже показатель К/З, тем ниже вероятность дефолта по кредиту. Объясняется это довольно просто: заемщики, которые сумели произвести выплату первоначального взноса, составляющего значительную часть ипотечного кредита или превышающего его сумму, во-первых, являются более обеспеченными, во-вторых, предпочитают рассчитывать на собственные силы, нежели на кредитные средства, и, в-третьих, при возникновении финансовых сложностей в большей степени мотивированы обеспечить бесперебойное обслуживание кредита во избежание потери жилья или инвестиций. Кроме того, коэффициент К/З непосредственно влияет на уровень возмещений, а значит, и на общий размер потерь в случае дефолта. В частности, как показывает статистика АКРА, пик событий дефолтов в ипотечных портфелях приходится на первые несколько лет жизни активов. Если первоначальный показатель К/З превышает порог в 60–70%, кредитор может не суметь компенсировать убытки по дефолтному кредиту за счет обращения взыскания на предмет залога с последующей его продажей. В случае развития на рынке недвижимости негативных тенденций убытки могут возникнуть даже при значении коэффициента К/З на уровне 50%.

Аналогичный подход АКРА применяет и при анализе портфелей иных типов кредитов.

В чем заключается количественный анализ структуры транзакционных пассивов?

Конечным результатом рейтингового анализа в сделках секьюритизации является оценка ожидаемых потерь по облигациям, поэтому рейтинговое агентство моделирует оценку вероятностных характеристик портфеля обеспечения сквозь призму структуры выпуска облигаций и всех доступных механизмов поддержки. Помимо ожидаемого уровня дефолтов в портфеле обеспечения большое влияние на кредитное качество облигаций оказывает объем доступных денежных средств, находящихся в распоряжении эмитента в каждую дату выплаты купона в течение всего срока обращения бумаг. Свободный денежный поток используется для компенсации сумм дефолтов и зависит, в свою очередь, от спреда между средней процентной ставкой по портфелю обеспечения и купонной ставкой по облигациям, от соотношения долей старших и младших траншей, от распределения дефолтов в портфеле обеспечения во времени, уровней возмещения по дефолтным активам, сроков взыскания просроченной задолженности и реализации залогового имущества, а также от размера текущих затрат эмитента. Прогностические расчеты денежного потока должны учитывать наличие транзакционных триггеров ранней и/или ускоренной амортизации бумаг, а также наличие дополнительных механизмов защиты, например, фондов ликвидности. Таким образом, процесс определения влияния уровня субординации на кредитный рейтинг — это достаточный сложный итеративный процесс моделирования различных, зачастую взаимосвязанных, характеристик портфеля и облигаций с применением методов сценарного анализа.

При этом в прогностическую модель закладываются сценарии существенного ухудшения как общеэкономической ситуации, так и стрессы в локальных рыночных сегментах. В связи с этим уровень потерь по инструментам структурированного финансирования, которым присвоен наивысший кредитный рейтинг AAA(ru.sf), с большой долей вероятности будет нулевым даже в случае экономической рецессии или при ухудшении ситуации на отдельных рынках и в некоторых отраслях экономики. Такие облигации по кредитному качеству приближаются к ОФЗ и облигациям наиболее надежных отечественных эмитентов.

В чем заключается качественный анализ сделки секьюритизации?

- Анализ бизнес-процессов originаторов и процедур обслуживания секьюритизируемых активов.

Агентство обычно проводит рейтинговую встречу в центральном офисе originатора с представителями как высшего руководства организации, так и различных подразделений, ответственных за андеррайтинг заемщиков, выдачу и обслуживание секьюритизируемых активов, а также за взыскание просроченной задолженности. В ходе встречи представители originатора подробно описывают все нюансы бизнес-процессов, способных оказать влияние как на первоначальное, так и на последующее кредитное качество секьюритизируемого портфеля, демонстрируют работу ИТ-систем, раскрывают особенности применения политик управления кредитным риском и т. д.

- Юридический анализ.

АКРА анализирует всю юридическую, контрактную и эмиссионную документацию, определяющую правоспособность и обязанности эмитента рейтингуемых обеспеченных облигаций. Ключевая цель анализа — сопоставление первоначального описания структуры транзакции и порядка обслуживания облигаций с фактической юридической имплементацией всех условий продажи и сопровождения активов, а также порядка осуществления облигационных выплат и распределения денежных потоков в рамках сделки. Важной целью анализа также является проверка действительности продажи — фактического отделения риска секьюритизируемого актива от кредитного риска третьих лиц, включая оригинатора.

- Анализ законодательных и договорных механизмов, определяющих особый правовой статус специализированного общества и уменьшающих вероятность его банкротства.

Информация обо всех релевантных результатах качественного анализа транзакции секьюритизации подробно отражается в рейтинговом отчете.

Как рейтинговое агентство проводит мониторинг качества портфеля после присвоения итогового рейтинга?

Рейтинговое агентство на регулярной основе получает отчеты сервисного агента о текущем состоянии секьюритизированного портфеля, а также отчеты расчетного агента, отражающие осуществленные и планируемые выплаты по облигациям. Результаты анализа этой информации (в том числе данных о динамике текущей просроченной задолженности и количестве дефолтов, скорости амортизации портфеля обеспечения и облигаций, колебаний процентной ставки в портфеле, соблюдения транзакционных триггеров и т. д.) используются рейтинговым агентством для оценки соответствия модельных допущений фактическим данным, на основании чего производится ежегодный пересмотр кредитного рейтинга.

(С) 2022

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
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.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — 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 должным 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.