



Ирина Пенкина

Ведущий аналитик Standard &amp; Poor's

## РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

2006 год ознаменовался бурным развитием рынка секьюритизации в России. Рост количества структурных выпусков продолжается, и нынешний год вполне может поставить новый рекорд по совокупному объему размещений. Стремительный старт секьюритизации в нашей стране вызван потребностью российских оригинаторов в расширении ресурсной базы для финансирования быстро растущих активов. Подавляющее большинство сделок на сегодняшний день представляет собой секьюритизацию розничных банковских кредитов: банковский сектор остро нуждается в заемных ресурсах для наращивания розничных активов, которые в целом по банковской системе удваиваются из года в год. В настоящей статье рассматриваются основные причины роста популярности секьюритизации в России и дается общее представление об основных факторах, учитываемых при присвоении рейтингов структурным сделкам.

### СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ

Термин «секьюритизация» дословно означает преобразование активов в ценные бумаги. Структурные ценные бумаги — это бумаги, кредитные характеристики которых определяются прежде всего обеспечивающими их активами. Иными словами, секьюритизация предполагает избавление держателей ценных бумаг (инвесторов) от риска лица, которое создало активы, обеспечивающие эти ценные бумаги («оригинатора»), посредством их физического и/или юридического обо-

собления от оригинатора. Цель сделок секьюритизации — обеспечить приоритетному траншу облигаций более высокий рейтинг в сравнении с необеспеченными приоритетными обязательствами оригинатора. Очевидно, чем больше разрыв в уровнях рейтингов, тем больше разница в стоимости привлечения средств и тем больше экономический эффект от сделки. Поскольку часто при выпуске секьюритизированных ценных бумаг ставится задача получить рейтинг на уровне рейтинга национального правительства, разница в рейтингах может быть довольно значительной.

Обособление риска по структурным ценным бумагам от риска банкротства оригинатора достигается рядом структурных и юридических инструментов. К структурным инструментам относится прежде всего особый вид эмитента структурных бумаг — так называемое специальное юридическое лицо («спецюрилицо»), риск банкротства которого сведен к минимуму. Кроме того, те участники сделки, дефолт которых может привести к частичной или полной потере денежных потоков по сделке, должны иметь либо достаточно высокую кредитоспособность, либо субститута, который мог бы перенять их функции в



случае банкротства. К правовым основам секьюритизации относятся: концепция финансовых активов и права кредиторов; механизм передачи активов, в частности полноценной продажи (*true sale*); залоговый механизм; институт доверительного управления; институт специурлица; специальный налоговый режим.

## ВИДЫ СТРУКТУРНЫХ СДЕЛОК

В мировой практике структурные сделки отличаются большим разнообра-

• Трансграничные сделки (*cross-border transactions*) — когда эмитент и оригинатор находятся в разных странах.

## ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Первая сделка секьюритизации в России была проведена в 2004 г. Она была осуществлена в интересах ОАО «Газпром» и представляла собой секьюритизацию будущих экспортных поступлений за газ. Объем сделки составил 1,25 млрд

ким направлением бизнеса. По состоянию на конец 2006 г. совокупный объем кредитов населению составил порядка 78 млрд долл. Примерно 62% из них составляли нестандартизованные кредиты, для которых вторичный рынок не существует и вряд ли может появиться ввиду уникальности портфеля каждого банка. В этом сегменте основная доля (порядка 50%) принадлежит государственному Сбербанку как крупнейшему банку России; оставшуюся часть делят между собой многочисленные коммерческие банки. Для Сбербанка этот продукт — как правило, среднесрочный кредит на общие нужды, выдаваемый под гарантию третьего лица и иногда обеспеченный дополнительным залогом — является ключевым в его розничном бизнесе. На долю однородных кредитных продуктов (таких, как автокредиты, товарные потребительские кредиты, кредитные карты и ипотечные кредиты) на сегодняшний день приходится 38% рынка, но этот показатель, как ожидается, будет расти (см. рисунок).

Объем выданных действующих автокредитов на конец 2006 г. составлял порядка 9 млрд долл. Рынок услуг автокредитования очень конкурентен и в значительной степени дезорганизован, поскольку практика кредитования в разных банках сильно различается в плане процесса рассмотрения кредитной заявки, оценки разрешенного обеспечения и процесса обслуживания. К примеру, при решении вопроса о выдаче кредита в одних банках проводится базовая проверка личных данных соискателя, а в других — более детальный анализ с выяснением источников дохода, статуса занятости и кредитной истории. Автокредитованием уже занимаются несколько десятков банков разного размера и разной специализации, и количество участников будет возрастать.

Объем потребительских кредитов, предоставляемых на покупку товаров через розничные сети, на конец 2006 г. возрос до примерно 6 млрд долл. Типичным продуктом является рублевый аннуитетный кредит, выдаваемый в магазинах на 6–12 мес. на покупку бытовой техники и электроники. Принятие решения о выдаче кредита основывается на скоринговой системе оценки платежеспособности заемщиков и занимает не более получаса. Сейчас, когда рынок краткосрочных потребительских кредитов достиг определенной степени зрелости, банки, работающие на нем, нередко используют этот продукт для выявления клиентов, подходящих для более сложных кредитных продуктов, например кредитных карт.

Объем выданных кредитных карт на конец 2006 г. составил около 5,5 млрд долл.

ПУБЛИЧНЫЕ ВЫПУСКИ СТРУКТУРНЫХ СДЕЛОК В РОССИИ, МЛН ДОЛЛ.

Год выпуска	Секьюритизация будущих поступлений (FUTURE FLOWS)	Ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS)	Ценные бумаги, обеспеченные жилищными ипотечными кредитами (RMBS)	Всего
2004	1250	0	0	1250
2005	0	240	0	240
2006	1404	1567	491	2462
I кв. 2007	390	0	215	605

зием. Ниже приводятся наиболее традиционные способы их классификации.

*В зависимости от типа активов:*

• Секьюритизация будущих поступлений (*future flow securitization*) — банковские переводы, поступления по торговым и экспортным операциям и т. д.;

• Секьюритизация существующих активов (*existing-assets securitization*);

- ценные бумаги, обеспеченные активами (*Asset-backed securities, ABS*) — розничными кредитами, кредитными картами, автокредитами, лизинговыми платежами и т. д.,

- ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (*Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS*),

- ценные бумаги, обеспеченные коммерческой ипотекой (*Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS*);

• Секьюритизация долговых обязательств (*Collateralized Debt Obligations, CDOs*);

• Корпоративная секьюритизация (*corporate securitization*),

*В зависимости от способа обособления активов от оригинатора:*

• Секьюритизация посредством прямой продажи активов (*cash transaction*);

• Секьюритизация посредством искусственного обособления или создания активов (*synthetic transaction*).

*В зависимости от местонахождения эмитента:*

• Внутренние сделки (*domestic transactions*) — когда эмитент находится в той же стране, что и оригинатор;

долл. В 2005 г. на рынок вышли 2 небольшие сделки по секьюритизации автокредитов и потребительских ссуд на общую сумму 240 млн долл. В 2006 г. на рынок вышло 8 сделок секьюритизации существующих активов (лизинговых поступлений, потребительских кредитов, автокредитов, ипотечных кредитов) и 3 сделки секьюритизации будущих поступлений (см. таблицу). Мы ожидаем, что секьюритизация существующих активов, преимущественно розничных кредитов, будет доминировать в России в ближайшие годы.

Абсолютное большинство сделок секьюритизации существующих активов, произведенных в России, имеет трансграничную структуру. Тем не менее в прошлом году была проведена первая внутренняя сделка секьюритизации ипотечных кредитов на основе закона «Об ипотечных ценных бумагах». Мы ожидаем дальнейшего роста внутренних сделок ипотечной секьюритизации в России, однако в ближайшей перспективе, очевидно, будут преобладать именно трансграничные структуры, нацеленные на международных инвесторов, обладающих более широким финансовым потенциалом.

## РАЗВИТИЕ ЗАЛОГОВОЙ ОСНОВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Розничные кредитные продукты предлагают многие банки системы, но лишь для нескольких десятков организаций кредитование граждан стало стратегичес-

Доминирующее положение в этом сегменте занимает Банк «Русский Стандарт» с 74%-ной долей рынка. Ожидается, что рынок кредитных карт будет продолжать активно расти и с течением времени опередит по популярности разовые потребительские ссуды в сегменте легкодоступных и необеспеченных кредитных продуктов.

В последние годы уверенно растет рынок классических ипотечных кредитов, и эта тенденция, скорее всего, сохранится. «Классические» ипотечные кредиты (т. е. кредиты, обеспеченные залогом недвижимости) стали появляться в России с принятием Закона «Об ипотеке» в 1999 г. С тех пор ипотечным кредитованием стали заниматься многие банки — как специализирующиеся на этом виде бизнеса (Банк «ДельтаКредит», Городской Ипотечный Банк), так и крупные московские банки, имеющие региональные сети, а также небольшие региональные банки. Кроме того, ряд организаций специализируется на выкупе ипотечных кредитов у банков-оригинаторов. К их числу относятся Агентство по ипотечному жилищному кредитованию и банк «Совфинтрейд». Эти операции, осуществляемые в целях рефинансирования, способствуют стандартизации рынка, поскольку организации-покупатели приобретают лишь те кредиты, которые удовлетворяют определенным стандартам андеррайтинга.

### ПОБУДИТЕЛЬНЫЕ МОТИВЫ К СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ДЛЯ ОРИГИНАТОРОВ

Как уже было отмечено, основная масса сделок секьюритизации в России осуществляется в интересах кредитных организаций. Какие мотивы побуждают кредитные организации участвовать в сделках секьюритизации? На быстрорастущем рынке услуг кредитования объем кредитов, выдаваемых тем или иным банком, напрямую зависит от способности этого банка обеспечить необходимую ресурсную базу. Разнообразие и стоимость источников ресурсов, а также качество управления активами и пассивами — это важнейшие факторы, определяющие заинтересованность банка в осуществлении сделок секьюритизации. Преимущества секьюритизации перед необеспеченными облигациями перечислены ниже.

#### Сокращение стоимости ресурсов

В России крупные частные национальные банки осуществляют секьюритизацию прежде всего в целях удешевления ресурсной базы. Эти банки имеют рейтинг в категориях *B* или *BB*, в то время

как рейтинги, полученные или предполагаемые к получению по страшим траншам структурных выпусков, как правило, находятся на суверенном уровне (*BBB+*) и выше. Очевидно, что подобная разница в рейтингах создает основу для прямой экономической выгоды от секьюритизации. Тем не менее, поскольку структурные сделки сопряжены с высокими транзакционными издержками, чистый экономический эффект секьюритизации трудно достижим при нынешних объемах выпусков и с учетом новизны подобных

сделок в России. По мере роста объемов рынка и при использовании уже отработанных правовых и структурных конструкций сделки секьюритизации, скорее всего, начнут приносить чистую выгоду по сравнению с обыкновенными облигациями.

пользовании международных стандартов отчетности секьюритизируемые активы не выводятся с консолидированного баланса originатора. По этой причине банки, у которых отчетность, составляемая для инвесторов, отвечает формату МСФО или увязана с МСФО, не могут в полной мере ощутить позитивное влияние секьюритизации на достаточность своего капитала. Более широкое использование МСФО для целей регулирования, а также внедрение рекомендаций Базеля-II в России должны привести в будущем к снижению значения данного мотива для секьюритизации.

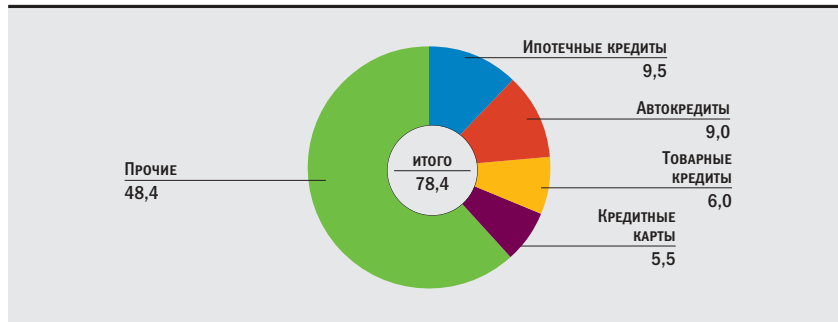
#### Повышение согласованности активов и пассивов

Секьюритизация позволяет наиболее эффективным способом согласовать потоки платежей по активам и пассивам и тем самым снизить процентный риск и риск досрочного погашения. Традиционный выпуск облигаций не позволяет решить эту задачу.

#### ОСОБЕННОСТИ РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА РОССИЙСКИХ СТРУКТУРНЫХ СДЕЛОК

Рейтинг структурных облигаций отражает вероятность того, что эмитент своевременно и в полном объеме будет производить процентные выплаты и погасит весь основной долг до (и включая) окончательной даты погашения облигаций. Иными словами, рейтинг структурной

ОБЪЕМ КРЕДИТОВ НАСЕЛЕНИЮ НА КОНЕЦ 2006 Г., МЛРД ДОЛЛ.



сделок в России. По мере роста объемов рынка и при использовании уже отработанных правовых и структурных конструкций сделки секьюритизации, скорее всего, начнут приносить чистую выгоду по сравнению с обыкновенными облигациями.

#### Диверсификация инвесторов

Ведущие банки России уже получили доступ к мировому рынку капитала. Более того, для крупных банков, выдающих кредиты и специализирующихся на розничном кредитовании, заимствования на свободном рынке являются основным источником фондирования. На сегодняшний день самые распространенные виды заимствования — это выпуск евробондов и привлечение синдицированных кредитов. Однако спрос инвесторов на необеспеченные долговые обязательства финансовых институтов, имеющих кредитные рейтинги спекулятивной категории (именно к ним относится подавляющее большинство банков в России), безусловно, не безграничен. Секьюритизация открывает доступ к новым инвесторам и, следовательно, позволяет снизить риск рефинансирования. Структурные продукты ввиду их сложности в основном приобретаются институциональными инвесторами, такими как управляющие компании, пенсионные фонды, страховые компании, хедж-фонды.

#### Снижение кредитного риска

Секьюритизация позволяет освободить originатора — полностью или частично — от кредитного риска по активам, используя



сделки означает, что при определенном уровне стресса созданная финансовая конструкция генерирует денежный поток, достаточный для своевременной выплаты процентов и полного погашения основной суммы задолженности перед держателями отрейтингованных ценных бумаг. Чем выше целевой уровень рейтинга, тем на более высокий уровень стресса должна быть протестирована транзакция.

В процессе присвоения рейтингов сделкам секьюритизации производится анализ 4 основных категорий рисков —

### **Подход к оценке вероятности дефолта**

Ввиду отсутствия исторических данных по России при определении вероятности дефолта по активам, будь то потребительские ссуды или ипотечные кредиты, мы полагаемся на такие факторы, как исторические данные о поведении пула активов, предоставляемые оригинатором, а также на знания, полученные при работе в других странах. При этом для каждого класса активов используется своя методология.

активам, подвергаются риску падения курса рубля. Это повышает уровень кредитного риска. Значение фактора обесценивания рубля определяется тем, что должники (например, кредиторы по закладной), имеющие рублевый доход, но выплачивающие кредит, номинированный в долларах или привязанный к доллару, в случае падения курса рубля будут вынуждены нести дополнительные расходы. Резкое обесценивание рубля в случае кризиса само по себе может привести к столь значительному повышению размера долговых выплат относительно дохода заемщика, что последний окажется не в состоянии обслуживать свой долг. Даже когда зарплата заемщика привязана к доллару, нет никакой уверенности в том, что при падении курса рубля она будет по-прежнему привязываться к рыночному курсу, а также в том, что заемщик не потеряет работу в ситуации экономического кризиса.

## **Присвоение рейтингов российским сделкам секьюритизации осложняется тем, что секьюритизация является новым правовым явлением в России.**

кредитных (отражающих качество залоговых активов), структурных (связанных с процессом движения денежных средств от конечных заемщиков к инвесторам), страновых и правовых. Присвоение рейтингов российским сделкам секьюритизации осложняется тем, что секьюритизация является новым правовым явлением в России, а также тем, что классы активов, составляющие основу секьюритизации, имеют короткую историю. Ниже изложены особенности анализа каждого из вышеперечисленных рисков. (Здесь следует учитывать, что все сделки отрейтингованные нами до настоящего момента, носили трансграничный характер, и не учитывали особенности российского законодательства о секьюритизации.)

### **Оценка риска обеспечения**

Как и при анализе сделок на более развитых рынках, оценка риска обеспечения по российским сделкам секьюритизации выключает в себя оценку вероятности дефолта и вероятности возврата по дефолтным кредитам. Одна из трудностей кредитного анализа в России заключается в том, что классы активов, служащие основой для секьюритизации, появились совсем недавно, после 2000 г., на волне экономического подъема, и у нас еще не было возможности оценить их качество в период экономического спада или хотя бы замедления экономического роста. К тому же каждый класс активов — особенно когда речь идет о банковских продуктах — находится в процессе эволюции, что еще более укорачивает репрезентативную историю поведения заданного пула активов даже в нынешних благоприятных экономических условиях.

Например, при анализе ожидаемых потерь по пулу автокредитов мы вначале определяем базовую вероятность дефолта по данному портфелю активов в текущих условиях, а затем умножаем на определенный коэффициент (в зависимости от рейтингового уровня), отражающий повышение количества дефолтных кредитов при ухудшении экономических условий. В этом случае базовая вероятность дефолта отражает индивидуальные характеристики портфеля активов (и, соответственно, специфику российского рынка), а рейтинговые коэффициенты основываются на исторических данных поведения пула автокредитов в других странах при разных экономических сценариях.

Применительно к сделкам с использованием ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой, мы пользуемся нашей обычной методикой, основанной на расчете средневзвешенной частоты обращения взыскания. В соответствии с ней сначала определяется базовая вероятность дефолта для каждого рейтингового уровня исходя из исторических данных поведения ипотечных кредитов в сравниваемых странах. Затем базовая вероятность дефолта корректируется с учетом рисков, присущих России, а также индивидуальных характеристик каждого кредита, входящего в пул.

### **Риск девальвации рубля повышает вероятность дефолта**

В случаях, когда базовые активы номинированы в иностранной валюте (или привязаны к ней), должники, производящие выплаты по секьюритизированным

### **Низкая вероятность возврата по дефолтным кредитам**

Мы низко оцениваем вероятность восстановления требований кредиторов по дефолтным активам в России. В зависимости от вида активов, а также уровня стресса эта вероятность либо незначительна, либо равна нулю. Наша позиция в этом вопросе основана на таких обстоятельствах, как недостаточная ясность процедур возврата долга по потребительским ссудам, немногочисленность случаев успешного обращения взыскания на заложенное имущество в судебном порядке, а также риск того, что государство может предоставить заемщикам долговое освобождение в случае массовых дефолтов в ситуации экономического спада. Тем не менее при анализе секьюритизации жилищных ипотечных кредитов мы принимаем во внимание возможность добровольного сотрудничества заемщиков с кредитором в трудной ситуации и допускаем определенный процент возврата по дефолтным кредитам путем реструктуризации кредитных соглашений. Это допущение применяется в случаях, когда, по нашему мнению, заемщики имеют сильные побудительные мотивы для возврата долга, — прежде всего в случае, когда коэффициент «кредит/стоимость залога» находится на достаточно низком уровне.

### **ОСНОВНЫЕ ВИДЫ СТРУКТУРНЫХ РИСКОВ**

К наиболее значительным структурным рискам в российских сделках секьюритизации относятся риск смешения де-

нежных средств, а также валютный и процентный риски.

### Риск смешения

«Риск смешения» — это вероятность того, что денежные средства, принадлежащие специурлицу (эмитенту долговых обязательств), будут смешаны с денежными средствами, принадлежащими третьей стороне, таким образом в случае банкротства третьего лица эти средства окажутся замороженными на счетах этого третьего лица или будут утрачены. Этот риск довольно существенен в России, где контрагенты (например, сервисер и банки, предоставляющие услуги по переводу средств) имеют рейтинги ниже рейтингов выпускаемых ценных бумаг или не имеют их вообще.

В соответствии с нашей методологией наличие резервного сервисера (обслуживающей организации) является достаточной защитой против дефолта основного сервисера и способствует снижению риска смешения. Во всех отрейтингованных нами российских сделках секьюритизации розничных кредитов присутствовал резервный сервисер. Тем не менее по каждой такой сделке мы измеряли возможность потери денежных средств в результате дефолта сервисера, а также в процессе уведомления заемщиков о новых платежных реквизитах.

Риск, связанный с дефолтом организации, предоставляющей банковский счет, смягчается в том случае, когда рейтинг данного участника сделки адекватен для поддержания рейтингов всех траншей выпуска. Если рассматриваемый банк не имеет рейтинга *Standard & Poor's*, тогда производится конфиденциальная оценка его надежности, чтобы понять, достаточно ли высока его кредитоспособность для поддержания целевых рейтингов ценных бумаг.

Риск дефолта, связанный как с сервисером, так и с организацией, предоставляющей банковский счет, покрывается за счет механизмов поддержки кредитного качества. Кроме того, в случаях, когда рейтинг облигаций выше суверенного кредитного рейтинга по обязательствам в иностранной валюте (в данном случае А- и выше), мы рассматриваем системный риск, связанный с временным сбоем в работе банковской и платежной систем России, который способен помешать своевременному поступлению денежных средств на банковский счет специурлица. Подобный риск часто покрывается наличием кредита для поддержания ликвидности, который используется для покрытия временного дефицита средств, поступающих по активам.

### Валютный и процентный риски

Если кредиторская и дебиторская задолженность специурлица имеет разрыв по валюте или процентам, поток денежных средств от облигаций подвергается риску, связанному с колебаниями обменного курса и процентной ставки. Обычно такие риски хеджируются с помощью механизма свопов. Во всех российских сделках, изученных к настоящему времени, контрагентами специурлиц по договорам своп являлись иностранные банки,

риски. В России коммерческое право появилось сравнительно недавно, а секьюритизация является совсем новым явлением, и судебная практика по ее применению еще не наработана.

Правовой анализ любой сделки секьюритизации предполагает заключение о юридической чистоте обособления активов от риска банкротства originатора. Правовая экспертиза отрейтингованных *Standard & Poor's* российских сделок секьюритизации показала, что такое обособление достижимо: по мнению российского

## Одной из особенностей российского законодательства, влияющей на сделки секьюритизации, является отсутствие концепции залога денежных активов.

имеющие кредитные рейтинги выше рейтингов структурных облигаций, поэтому в учете риска дефолта контрагентов не было необходимости.

### Страновые риски

Страновые риски всегда учитываются при моделировании стрессовых сценариев. Поэтому при проведении стресс-тестирования по каждой сделке мы анализируем масштабы экономической рецессии, состояние банковской системы, вероятность того, что в случае массовых дефолтов государство предоставит заемщикам долговое освобождение, а также степень волатильности обменного курса.

Поскольку ни в одной из изученных нами сделок риск ограничения перевода и конвертируемости валюты (ОПКВ) не превышал риск ОПКВ для России (оцениваемый как соответствующий уровню А-), мы не видели необходимости во включении в сделки специальных инструментов по покрытию этого риска. Если какая-либо новая сделка будет включать транш с целевым рейтингом А или выше, тогда потребуется обеспечить защиту от риска ОПКВ посредством адекватного страхования политических рисков, свопа или иных механизмов.

Рейтинг ни одной из существующих российских сделок секьюритизации не сдерживается риском прямого государственного вмешательства. Такого рода риск снижается только путем страхования политических рисков.

### Правовые риски

При определении рейтингов рассматриваемых сделок изучались и правовые

законодательства, такая продажа активов не будет оспариваться, а активы не станут частью конкурсной массы originатора в случае банкротства последнего.

Одной из особенностей российского законодательства, влияющей на сделки секьюритизации, является отсутствие концепции залога денежных активов. По этой причине специурлицо не имеет ни обеспечения, ни привилегированного права по банковским счетам, на которые периодически поступают средства от заемщиков, и в случае банкротства банка, в котором находится счет, средства, принадлежащие специурлицу, могут быть присоединены к активам банка. Это обстоятельство усиливает риск смешения в российских сделках. Подобный риск может быть минимизирован путем регулярного снятия денег с российских счетов и перевода их на безопасные счета эмитента в офшорной зоне.

К правовым вопросам относится и анализ возврата по дефлотным активам. Как уже было упомянуто выше, в отсутствие репрезентативной истории взыскания залога в России трудно делать определенные предположения об исходе и длительности судебных разбирательств при обращении взыскания на имущество должника.

Процесс присвоения рейтингов включает также анализ налоговых последствий секьюритизации. В некоторых случаях требуется детальный анализ специальных разделов налогового права страны, в которой находятся активы — так было, например, при присвоении нами рейтинга сделке секьюритизации лизинговых платежей, что было сопряжено с анализом режима уплаты НДС. ■