

ТИМУР ИСКАНДАРОВ

Управляющий директор — руководитель группы рейтингов проектного и структурированного финансирования

+7 (495) 139 04 94

timur.iskandarov@acra-ratings.ru

ДЕНИС ХМИЛЕВСКИЙ

Директор, группа рейтингов проектного и структурированного финансирования

+7 (495) 139 04 80, доб. 158

denis.khmilevskiy@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

Руководитель службы внешних коммуникаций

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

СТРУКТУРИРОВАННОЕ И ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ | РОССИЯ

СТРУКТУРИРОВАННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ В ВОПРОСАХ И ОТВЕТАХ, ИЛИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ДЛЯ «ЧАЙНИКОВ»

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Что такое секьюритизация и структурированное финансирование?

Секьюритизация — это способ рефинансирования малоликвидных активов, генерирующих денежный поток, путем их преобразования в ликвидные инструменты, обращающиеся на финансовом рынке. Условия эмиссии таких инструментов, как правило, подразумевают наличие структуры выпуска (например, разделение на транши с разным приоритетом исполнения обязательств), поэтому их также называют инструментами структурированного финансирования, а значит, понятия секьюритизации и структурированного финансирования в общем смысле синонимичны.

Экономическая суть секьюритизации заключается в обособлении активов на балансе компании специального назначения, которая выступает эмитентом облигаций, обеспеченных правами требования по таким активам. Денежный поток, генерируемый портфелем обеспечения, используется эмитентом для выплаты купона и погашения номинала облигаций. В российской практике эмитент, как правило, учреждается как независимая финансовая организация, находящаяся под внешним управлением, в форме ипотечного агента (ИА) или специализированного финансового общества (СФО). Выбор формы организации зависит от типа секьюритизируемых активов¹.

¹ В сделках секьюритизации единичных активов в рамках финансирования проектов эмитент может быть учрежден в форме специализированного общества проектного финансирования (СОПФ).

В чем отличие структурированного финансирования от структурного?

Структурные облигации в российском законодательстве — это широкий круг инструментов, исполнение обязательств по которым зависит от сторонних событий. Например, выплаты купона или номинала по структурным облигациям могут зависеть от события дефолта по обязательствам третьих лиц или колебаний индекса потребительских цен, инфляции, биржевых индексов и т. д. При этом базисный актив, рискованные или ценовые характеристики которого являются основанием для принятия решения об исполнении обязательств по структурным облигациям, чаще всего не является обеспечением по ним. Условиями выпуска может быть предусмотрена возможность неполного исполнения обязательств по таким инструментам: например, гарантирована может быть выплата только части номинальной стоимости облигаций, а выплата оставшейся части будет зависеть от базисного (референсного) актива.

Инструменты структурированного финансирования, в свою очередь, всегда обеспечены реальными активами, а исполнение обязательств по ним гарантировано полностью и зависит от денежного потока, генерируемого обеспечением².

Какие активы можно секьюритизировать?

Секьюритизировать можно любые финансовые обязательства, которые являются источником денежных потоков; к ним относятся:

- розничные и корпоративные кредиты (ипотечные и автокредиты, потребительские кредиты, займы МСП, задолженность крупных корпоративных заемщиков, транши синдицированных кредитов);
- обязательства по договорам лизинга;
- коммерческая ипотека и связанные с ней арендные платежи;
- облигационные займы;
- гарантийные обязательства;
- диверсифицированные денежные потоки (коммунальные платежи, платежи за мобильную связь и т. д.);
- проектно-финансовая задолженность.

Каким образом достигается обособление рисков секьюритизируемых активов от кредитоспособности третьих лиц?

Секьюритизация предполагает действительную продажу активов с баланса первоначального кредитора или originатора на баланс независимого эмитента. Термин «действительная продажа» предполагает отделение кредитного риска originатора от риска секьюритизируемых активов. В частности, в случае дефолта первоначального кредитора проданные активы не могут быть включены в его конкурсную массу. Если originатор при этом исполняет функции сервисного агента, все процессы по обслуживанию портфеля переводятся на другого обслуживающего агента. Аналогичным образом может быть заменен любой другой участник сделки, который по каким-либо причинам не может исполнять возложенные на него функции, включая управляющую компанию, выступающую единоличным исполнительным органом, а также бухгалтерскую организацию, предоставляющую услуги по ведению бухгалтерского учета эмитента.

² Некоторые инструменты секьюритизации могут называться структурными в силу требований законодательства. Например, в рамках финансирования проектов СФО может не приобретать существующие финансовые обязательства, а выдать заем, что по законодательству означает необходимость признать структурными облигации, обеспеченные правами требования по такому займу, хотя основные условия выпуска и погашения данных облигаций не отличаются от стандартных инструментов секьюритизации.

Таким образом, кредитное качество инструментов секьюритизации зависит исключительно от величины кредитного риска портфеля обеспечения, а не от кредитоспособности третьих лиц³. Следовательно, кредитный рейтинг указанных инструментов может быть существенно выше рейтинга originатора активов, что серьезно расширяет круг потенциальных инвесторов и способствует понижению стоимости привлеченных средств.

Каковы основные механизмы усиления и поддержания кредитного качества инструментов секьюритизации?

Многотраншевая секьюритизация подразумевает использование механизма субординации, ключевая функция которого заключается в повышении кредитного качества старших выпусков и в обеспечении защиты старших инвесторов за счет младших. Реализация этого механизма осуществляется путем разделения выпуска на несколько классов облигаций, имеющих разную приоритетность исполнения обязательств. Денежные средства, которые поступают от заемщиков в счет исполнения обязательств по кредитам в секьюритизированном портфеле, распределяются прежде всего между старшими инвесторами. Риски возникновения потерь по портфелю, которые на практике означают снижение объема денежного потока, принимают на себя держатели младших траншей. Более высокий риск младших и мезонинных (средних) траншей компенсируется их более высокой доходностью.

Многотраншевые сделки секьюритизации могут иметь, помимо механизма субординации, ряд дополнительных механизмов повышения и поддержания кредитного качества выпускаемых финансовых инструментов:

- избыточный спред — разница между более низкой купонной ставкой по старшим классам облигаций и более высокой средней процентной ставкой по портфелю обеспечения, которая используется для компенсации текущих убытков по портфелю;
- резервы, гарантирующие осуществление купонных выплат в период от трех до шести месяцев даже при полном отсутствии денежных потоков;
- регистр учета недостатка поступлений по основному долгу (РУНО)⁴;
- избыточное обеспечение;
- триггеры ускоренной амортизации облигаций при ухудшении кредитного качества портфеля обеспечения;
- право выкупа дефолтных активов originатором.

Почему структурированное финансирование важно для экономики?

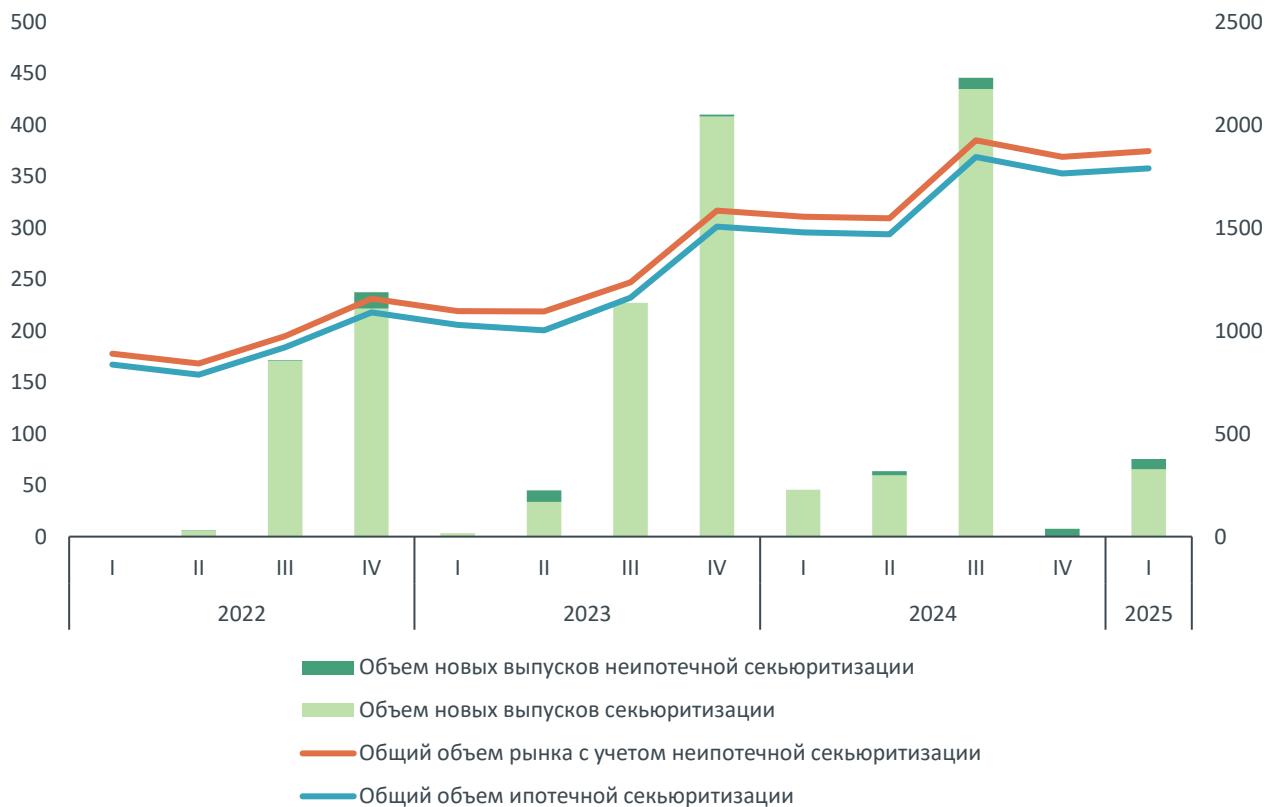
Инструменты структурированного финансирования являются важным источником долгосрочной ликвидности как для банковской отрасли, так и для реального сектора экономики. Благодаря механизму секьюритизации экономические субъекты получают возможность диверсифицировать риски, повысить доступность кредитования, снизить процентные и регуляторные риски для банков. Институциональные и частные инвесторы получают возможность не только инвестировать в надежные высокодоходные

³ Исключение составляют сделки с поручительством или гарантиями исполнения обязательств по выпускаемым облигациям, если кредитный рейтинг и структура выпуска определялись на основании кредитоспособности гаранта или поручителя.

⁴ Механизм РУНО предполагает регулярное погашение облигаций на сумму дефолтов в портфеле обеспечения за счет процентных поступлений, что обеспечивает соответствие номинала облигаций объему качественных (недефолтных) активов.

инструменты структурированного финансирования, но и участвовать в развитии приоритетных секторов экономики, пользуясь при этом многоуровневой структурой защиты инвестиций.

Рисунок 1. Объемы российского рынка секьюритизации (млрд руб.)



Источник: Cbonds, АКРА

Почему секьюритизация еще не получила широкого распространения на российском финансовом рынке?

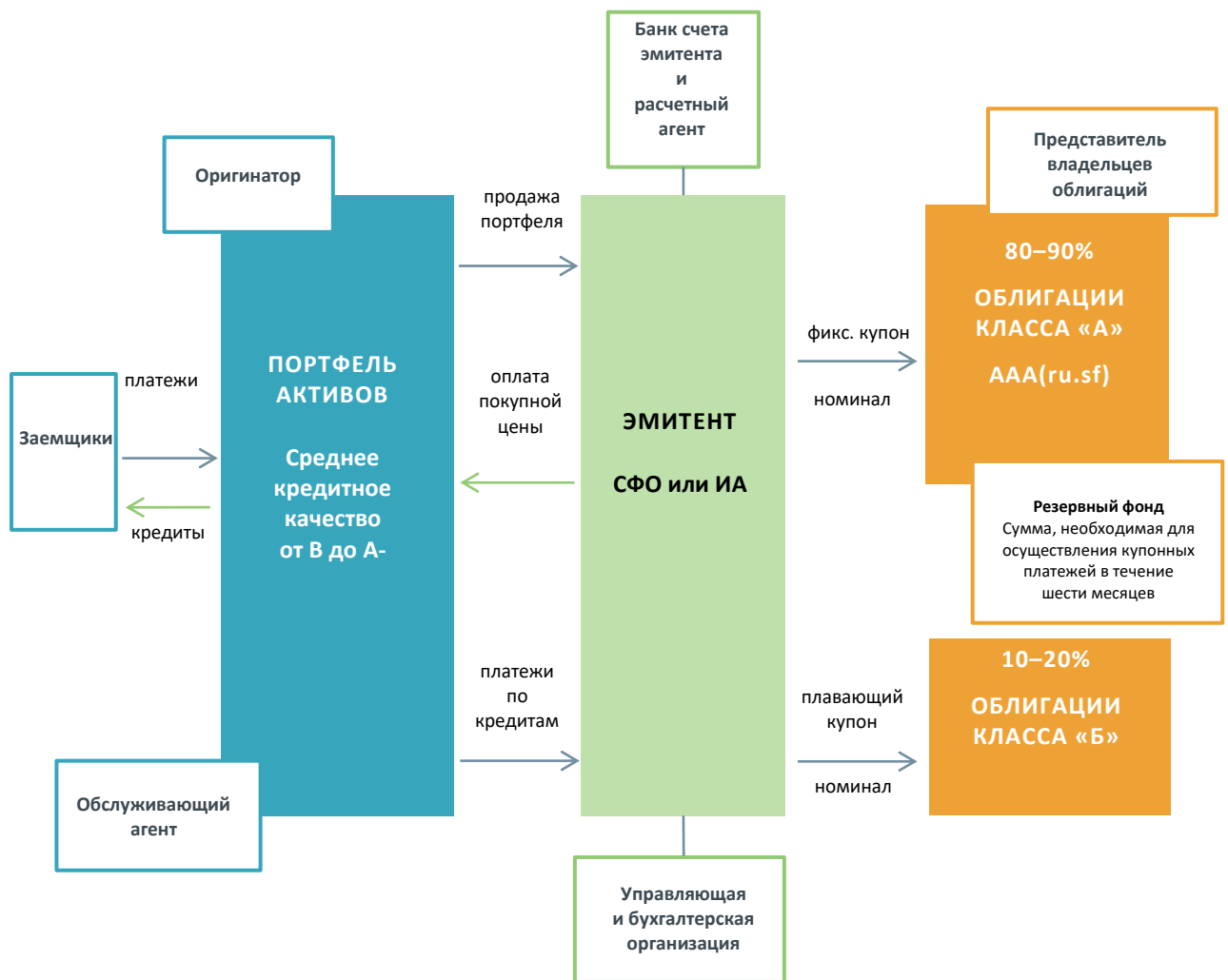
Российский рынок структурированного финансирования показывает ограниченный рост (см. рис. 1) как в секторе ипотечных ценных бумаг, где монопольное положение занимает ПАО ДОМ.РФ (предоставляет поручительство в рамках «Фабрики ИЦБ»), так и в сегменте неипотечной секьюритизации, где в последние годы наблюдается рост количества выпусков, инициируемых в основном крупными банками. Однако потенциал направления до сих пор не раскрыт в силу ряда объективных причин, включая следующие:

- неполное признание кредитных рейтингов, присвоенных российскими рейтинговыми агентствами по шкале структурированного финансирования, что ограничивает круг потенциальных инвесторов; в частности, институциональные инвесторы, чья деятельность регулируется Банком России, могут вкладывать средства исключительно в финансовые инструменты, обеспеченные ипотекой или задолженностью субъектов МСП, которым при этом присвоен наивысший кредитный рейтинг по шкале структурированного финансирования;
- мнимая сложность и относительно высокая стоимость организации первых выпусков инструментов секьюритизации; при этом современные ИТ-технологии позволяют существенно упростить процесс подготовки

портфелей активов к секьюритизации, а накопленный участниками рынка опыт дает возможность использовать практически готовые решения для ускорения процесса и минимизации издержек (наибольшая эффективность от секьюритизации достигается при использовании этого механизма на регулярной основе);

- дефицит доверия со стороны участников финансового рынка, зачастую вызванный недостаточной осведомленностью о принципах и преимуществах структурированного финансирования; этот фактор, в свою очередь, препятствует развитию вторичного рынка для инструментов секьюритизации.

Рисунок 2. Пример стандартной двухтраншевой структуры сделки секьюритизации



Источник: АКРА

ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

На *рис. 2* представлена схема классической двухтраншевой сделки структурированного финансирования, которая является наиболее распространенным на российском финансовом рынке типом секьюритизации вне зависимости от вида базового актива.

К стандартному перечню участников таких транзакций относятся:

- первоначальный кредитор или оригинатор секьюритизируемых долговых обязательств, который осуществляет уступку прав требований по активам эмитенту облигаций;
- эмитент — независимое общество специального назначения, учреждаемое в рамках конкретной сделки, единственной уставной деятельностью которого является покупка секьюритизируемого портфеля активов и выпуск обеспеченных им облигаций;
- обслуживающий или сервисный агент, который занят сопровождением секьюритизированных активов, включая учет текущего размера обязательств, сбор платежей заемщиков, взыскание просроченной задолженности (эту функцию обычно выполняет оригинатор);
- банк счета эмитента и сбора платежей, оказывающий услуги расчетно-кассового обслуживания эмитента;
- управляющая и бухгалтерская организация, которая исполняет функции единоличного исполнительного органа и осуществляет ведение бухгалтерского и налогового учета, а также подготовку соответствующей финансовой отчетности эмитента;
- специализированный депозитарий, осуществляющий хранение и учет закладных в сделках ипотечной секьюритизации;
- расчетный агент, определяющий размер периодических выплат по облигациям и иным обязательствам эмитента на основе суммы доступных денежных средств и установленного порядка их распределения (кроме того, расчетный агент публикует регулярные отчеты для инвесторов);
- юридический консультант, который занят подготовкой эмиссионной и контрактной документации по сделке, а также предоставляет юридическое заключение;
- аудиторская компания, выполняющая проверку секьюритизируемого пула кредитов на предмет корректности предоставляемых данных;
- рейтинговое агентство, которое присваивает кредитный рейтинг выпускам облигаций исходя из оценки величины ожидаемых потерь по портфелю обеспечения, структуры выпуска, а также механизмов защиты интересов инвесторов⁵.

Какой срок требуется для подготовки первой сделки секьюритизации?

Основываясь на опыте АКРА, при профессиональном подходе к организации транзакции средний срок подготовки составляет от четырех до шести месяцев с тенденцией к снижению для каждой последующей сделки. Данные сроки учитывают все основные этапы работ, к которым относятся:

⁵ Более подробная информация о рейтинговании сделок секьюритизации представлена в аналитическом комментарии АКРА «Секьюритизация в вопросах и ответах: рейтинговый анализ инструментов структурированного финансирования» от 19 декабря 2022 года.

- отбор, подготовка и проверка секьюритизируемого портфеля;
- оптимизация ИТ-систем и бизнес-процессов originатора и/или сервисного агента для осуществления уступки и внесистемного обслуживания секьюритизируемого портфеля;
- организация инфраструктуры сделки — создание эмитента и его учредителей, открытие банковских счетов;
- подготовка, согласование и подписание юридической документации;
- рейтинговый анализ;
- регистрация эмиссионной документации;
- организация размещения облигаций.

Как показывает опыт АКРА, благодаря оптимизации транзакционной логистики срок подготовки последующих сделок может сократиться для originатора до двух или трех месяцев.

Как проводится отбор активов для формирования секьюритизируемого портфеля?

Одним из элементов, позволяющих повысить кредитное качество инструментов секьюритизации, являются квалификационные требования, предъявляемые к активам в составе портфеля обеспечения. Критерии формирования пула активов устанавливаются как на уровне индивидуальных активов, так и в отношении средневзвешенных показателей портфеля. Например, условиями сделки могут устанавливаться требования к минимальному размеру процентной ставки по отдельным активам, сроку, прошедшему с момента выдачи кредитов до даты их уступки, предельной продолжительности исторических просрочек, размеру средней процентной ставки по портфелю, а также к предельной величине средневзвешенного коэффициента кредит/зalog и т. д. Наличие стандартных критериев отбора активов, разработанных с учетом опыта российских транзакций секьюритизации, позволяет существенно ограничить кредитный риск портфеля обеспечения в течение всего срока обращения финансовых инструментов. Это положительно сказывается на кредитном качестве выпускаемых облигаций и оказывает непосредственное влияние на степень защиты инвесторов.

Может ли состав секьюритизируемого портфеля меняться после выпуска облигаций?

Секьюритизация кредитов с длительным сроком планового погашения и относительно низкими уровнями досрочного погашения (к таким, например, относятся ипотечные кредиты) редко предполагает возможность обновления портфеля после выпуска облигаций. Подобные транзакции структурированного финансирования зачастую являются статичными. Амортизация облигаций начинается с первой даты купонной выплаты, а ее темпы зависят от скорости амортизации портфеля обеспечения.

Сделки секьюритизации более краткосрочных активов (кредиты субъектам МСП, потребительские и автокредиты) обычно являются динамическими. Условиями таких сделок предусмотрен период рефинансирования, называемый также револьверным, в течение которого средства от амортизации секьюритизированного портфеля используются эмитентом для покупки новых кредитов и пополнения обеспечения. Данный период длится, как правило, от года до трех лет с возможностью досрочного прекращения при нарушении требований к качеству портфеля обеспечения. Амортизация облигаций в динамических сделках секьюритизации начинается после завершения револьверного периода.

Как определяется структура выпуска облигаций?

Пропорции траншей облигаций, выпускаемых в рамках сделки секьюритизации, зависят от размера ожидаемых потерь по портфелю обеспечения, а также от целевого кредитного рейтинга старших выпусков. Упрощенный первичный расчет структуры обычно осуществляет оригинатор или организатор сделки, но окончательное решение о размере субординации и резервов принимается инициатором транзакции только по итогам взаимодействия с рейтинговым агентством.

(С) 2025

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Большой Гнездниковский пер., д. 1, стр. 2
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 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.