

**ПРОЕКТ ДОКУМЕНТА ДЛЯ СБОРА КОММЕНТАРИЕВ ОТ
УЧАСТНИКОВ РЫНКА:**

**Методология присвоения кредитных рейтингов
коммерческим ипотечным ценным бумагам по
национальной шкале сектора структурированного
финансирования для Российской Федерации**

13 сентября 2019

Оглавление

1	Предложение для обсуждения участниками рынка.....	4
2	Область применения методологии	4
3	Определения и сокращения, используемые в методологии	6
4	Источники информации, используемые при присвоении рейтинга	10
5	Общее описание сделок по эмиссии КИЦБ.....	12
5.1.	Ключевые составляющие активов.....	13
5.2.	Механизмы повышения кредитного качества КИЦБ.....	15
5.3.	Классификация сделок по уровню концентрации	16
6	Обзор процесса рейтингового анализа.....	19
7	Присвоение рейтинга выпускам облигаций	21
7.1.	Присвоение рейтинга с использованием моделей распределения денежных потоков	21
8	Вычисление ожидаемых потерь портфеля активов	23
8.1.	Сделки с высококонцентрированными портфелями обеспечения	23
8.1.1.	Сделки с траншированными выпусками облигаций.....	23
8.1.1.1.	Сделки с ПАК высокого качества и/или с ОКН с высокой стоимостью	23
8.1.1.2.	Сделки по эмиссии КИЦБ, обеспеченных кредитными обязательствами заемщиков, которым был присвоен рейтинг АКРА.....	24
8.1.2.	Сделки с нетраншированными выпусками облигаций	24
8.1.2.1.	Сделки с ПАК с высокой степенью прогнозируемости и/или с заемщиками, которым был присвоен рейтинг АКРА	25
8.1.2.2.	Сделки с ОКН со стабильно высокой прогнозируемой стоимостью	25
8.2.	Сделки с портфелями обеспечения с умеренной концентрацией.....	25
8.2.1.	Сделки с ПАК высокого качества и/или с ОКН с высокой стоимостью	26
8.2.2.	Сделки с заемщиками, которым был присвоен рейтинг АКРА.....	27
8.3.	Сделки с диверсифицированными портфелями обеспечения.....	27
8.3.1.	Сделки с арендными контрактами с высокой прогнозируемостью сроков и/или с ОКН с высокой стоимостью	27
8.3.2.	Сделки с заемщиками, которым были присвоены рейтинги АКРА.....	28
9	Распределение вероятности дефолта индивидуальных активов.....	28
9.1.	Анализ качества портфеля договоров аренды ОКН	30
9.2.	Анализ качества портфеля кредитов.....	31
9.3.	Определение качества ОКН с использованием ПСП и влияния качества ОКН на вероятность дефолта.....	32
10	Анализ уровня возмещения индивидуальных активов	33
10.1.	Анализ качества ОКН	33
10.2.	Анализ рыночной цены ОКН.....	34
10.3.	Влияние качества ОКН на уровень возмещения	35
11	Анализ внешних факторов, влияющих на величину потерь по портфелю активов	36
11.1.	Корреляция активов в портфеле	36

11.1.1. Базовый уровень корреляции.....	37
11.1.2. Внутриотраслевая корреляция.....	37
11.1.3. Внутрирегиональная корреляция.....	38

1 Предложение для обсуждения участниками рынка

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (далее — АКРА, Агентство) обращается к участникам рынка с предложением ознакомиться с проектом документа «Методология присвоения кредитных рейтингов коммерческим ипотечным ценным бумагам по национальной шкале сектора структурированного финансирования для Российской Федерации» и представить комментарии по его содержанию.

Содержание настоящего проекта документа, предлагаемого к ознакомлению, не является утвержденным ни одним уполномоченным органом АКРА и должно рассматриваться исключительно как предварительный проект. Текст данного документа может претерпеть изменения по усмотрению Агентства. Финальная версия документа, утвержденная методологическим комитетом, может существенно отличаться от проекта документа, предложенного к рассмотрению.

АКРА предлагает заинтересованным участникам рынка представить свои комментарии в письменной форме до **01.11.2019** включительно. Комментарии следует направлять на адрес электронной почты: acra_cmb@acra-ratings.ru.

Все поступившие комментарии будут рассмотрены АКРА до утверждения финальной версии документа методологическим комитетом.

2 Область применения методологии

Данная методология АКРА используется для присвоения кредитных рейтингов структурированным ценным бумагам, обеспеченным правами требования по портфелям кредитов, выданных для приобретения объектов коммерческой недвижимости или на иные цели под залог приобретаемой или уже находящейся в собственности заемщика коммерческой недвижимости.

Среди прочих характеристик, эмиссии коммерческих ипотечных ценных бумаг, как и другие типы транзакций структурированного финансирования, как правило, отличаются наличием следующих атрибутов:

- СФО/ИА — эмитент, отвечающий требованиям ограниченного риска банкротства и учрежденный в форме специализированного финансового общества или ипотечного агента;
- обеспечение — права требования по портфелям кредитов, выданных для приобретения объектов коммерческой недвижимости или на иные цели и являющихся основным источником обеспечения для выпусков облигаций и (или) денежных обязательств по договорам в рамках сделки;
- транширование — при выпуске ипотечных ценных бумаг, обеспеченных коммерческой ипотекой, как правило, устанавливается очередность исполнения обязательств по облигациям разных выпусков, которые обеспечиваются за счет одного и того же портфеля обеспечения.

Настоящая методология применяется на постоянной основе до утверждения новой редакции методологическим комитетом АКРА.

Пересмотр кредитных рейтингов, присвоенных по данной методологии, осуществляется в соответствии с требованиями Федерального закона от 13.07.2015 N 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации», а также согласно внутренним документам АКРА, но не позднее 365 дней с даты последнего рейтингового действия.

В целях поддержания методологии в актуальном состоянии АКРА осуществляет ее пересмотр и изменение по следующим причинам:

- отступление от настоящей методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- необходимость пересмотра на основании результатов мониторинга применения методологий, проводимого сотрудниками методологической группы;
- выявление несоответствия требованиям Федерального закона от 13.07.2015 N 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»;
- запрос о немедленном пересмотре методологии со стороны службы комплаенса и внутреннего контроля.

Не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра данной методологии АКРА проводит ее пересмотр в соответствии со своими внутренними документами. АКРА оставляет за собой право более частого пересмотра всех используемых в модельной платформе ГРАСП предположений и оценок по мере развития рынка и появления новых исследований и аналитических материалов. В результате пересмотра в методологию могут быть внесены изменения или она может остаться без изменений.

В случае изменения отдельных рейтинговых факторов и текста методологии Агентство в течение шести месяцев проводит перспективный и ретроспективный анализ связанных с этим возможных изменений рейтинговой оценки. При необходимости проведения заседания рейтингового комитета и последующего изменения кредитного рейтинга АКРА раскрывает информацию о том, что кредитный рейтинг пересматривается по причине внесения изменений в методологию.

3 Определения и сокращения, используемые в методологии

Базовый индикатор рейтинга (БИР) — индикатор, использующийся группой структурированного финансирования АКРА как базовое допущение вероятности дефолта для стандартных российских малых и средних предприятий (см. также **МСП**).

Банк счета (в сделках структурированного финансирования) — банк, в котором открыт счет эмитента (специализированного финансового общества или ипотечного агента), на который поступают денежные средства, генерируемые портфелем активов, и с которого осуществляются выплаты держателям ценных бумаг.

Вероятность дефолта — вероятность неисполнения рассматриваемым лицом любого из взятых на себя обязательств (в данной методологии под вероятностью дефолта понимается вероятность дефолта рейтинговой категории, к которой относится рассматриваемое лицо).

ВНОАр — вероятность неисполнения обязательств по арендным договорам арендаторами коммерческой недвижимости.

Глобальный Рейтинговый Анализатор Структурированных Продуктов (ГРАСП) — основная платформа финансового моделирования АКРА, используемая для присвоения кредитных рейтингов инструментам структурированного финансирования.

Гомогенные активы — активы, параметры которых изменяются схожим образом при одних и тех же экономических условиях.

Диверсифицированный портфель — в рамках сделок эмиссии КИЦБ портфель, включающий более пяти независимых активов, каждый из которых обеспечен как минимум одним объектом коммерческой недвижимости.

Задержка — срок, в течение которого не были исполнены контрактные обязательства по задолженности, не признанной безнадежной.

Заимодатель — лицо, предоставившее кредит/заем.

Избыточный спред — разница между доходами, генерируемыми портфелем активов, и выплатами по облигациям, обеспеченным этим портфелем, за вычетом прочих расходов по сделке.

Ипотечный агент (ИА) — специализированная коммерческая организация, исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и закладных. Ипотечному агенту предоставлено право осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

Исторический винтаж — данные по какому-либо показателю в разрезе поколений кредитов/займов по относительному временному интервалу.

КИЦБ — ипотечные ценные бумаги, обеспеченные правами требования по коммерческой ипотеке.

Коммерческая ипотека — целевой кредит, предоставляемый юридическому (реже — физическому) лицу для покупки коммерческой недвижимости, которая становится залогом по этому кредиту.

Коммерческая недвижимость — недвижимость, предназначенная и используемая для коммерческой деятельности.

Кредитный резерв наличности — часть денежных средств, которые аккумулируются на регулярной основе и предназначаются для специальных случаев (например, для покрытия потерь по дефолтам).

Кредитный рейтинг — кредитный рейтинг, присвоенный АКРА.

Кредиты МСП — кредиты/займы, предоставленные субъектам малого и среднего предпринимательства и индивидуальным предпринимателям (см. также **МСП**).

Мезонинный транш — транш, принимающий на себя потери по портфелю активов после младшего транша.

Младший транш — транш, принимающий на себя потери по портфелю активов в первую очередь.

МСП — малые и средние предприятия. Анализируя кредитное качество заемщика — субъекта МСП, АКРА рассматривает юридическое лицо, удовлетворяющее следующим условиям:

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

Предприятия с годовым оборотом, превышающим 4 млрд руб., классифицируются АКРА как крупные.

Обслуживающий (сервисный) агент — юридическое лицо, которое отвечает за получение процентных и амортизационных платежей по пулу ипотечных кредитов, а также за осуществление ряда других административных операций (включающих, в частности, учет, страхование, налоговые сборы, получение текущих платежей, уведомление о задержках платежей, сбор статистических данных и т. п.). За свои услуги обслуживающий агент (сервисер) взимает сервисную плату.

Объект коммерческой недвижимости (ОКН) — объект нежилого фонда, приобретаемый заемщиком для коммерческих целей за счет средств,

предоставленных заимодателем в форме кредита, и выступающий залогом по данному кредиту.

Ожидаемые потери — средний оценочный размер потерь, которые, согласно ожиданиям, понесет инвестор от инвестиций в рассматриваемый актив (см. также **Ожидаемые потери транша**).

Ожидаемые потери транша — математическое ожидание размера потерь инвесторов в данный транш.

Организатор сделки — инвестиционный банк или компания, консультирующие продавца активов по структурированию сделки секьюритизации и по взаимодействию с другими участниками выпуска (рейтинговыми агентствами, юристами, лицами, повышающими кредитное качество). Если сделка включает публичную эмиссию ценных бумаг, обеспеченных финансовыми активами, ведущий организатор выпуска также выполняет главную роль в подготовке и осуществлении такого выпуска, отвечая за консультации в области ценовой политики и андеррайтинга, а также за соответствие эмиссии законодательству.

Оригинатор — заимодатель.

Отправной кредит — образцовый кредит, используемый в полипараметрическом сопоставительном подходе (см. также **Полипараметрический сопоставительный подход (ПСП)**).

Отправной объект — образцовый ОКН, используемый в полипараметрическом сопоставительном подходе (см. также **Полипараметрический сопоставительный подход (ПСП)**).

Отправной портфель активов — образцовый портфель активов, используемый в полипараметрическом сопоставительном подходе (см. также **Полипараметрический сопоставительный подход (ПСП)**).

Полипараметрический сопоставительный подход (ПСП) — метод определения уровня вероятности дефолта и величины потерь / величины поправок к вероятности дефолта или уровню потерь по каждому индивидуальному активу/обеспечению по каждому индивидуальному активу в секьюритизируемом портфеле на основе пошагового сопоставления и оценки каждого актива/обеспечения по каждому активу в портфеле с отправным кредитом/объектом.

Портфель арендных контрактов (ПАК) — совокупность прав требования по договорам аренды с юридически закрепленными сроками, относящимся к анализируемому ОКН.

Потери портфеля — математическое ожидание размера потерь кредиторов по портфелю.

Регистр учета недостаточности по основному долгу (РУНО) — регулирует использование избыточного спреда для компенсации потерь по основной сумме долга вследствие дефолтов активов в портфеле.

Сделка секьюритизации коммерческой ипотеки — сделка, включающая продажу портфеля коммерческих ипотечных кредитов с баланса банка-оригинатора на баланс СФО/ИА с последующей эмиссией КИЦБ, обеспеченных правами требования по проданным портфелям.

Секьюритизируемый портфель активов — портфель кредитов, продаваемый на баланс СФО/ИА для формирования обеспечения по выпускаемым КИЦБ.

Скорректированная ликвидационная стоимость объекта коммерческой недвижимости (СЛС ОКН) — ожидания АКРА относительно стоимости ОКН в период значительного экономического шока (рецессии) в зависимости от качественных характеристик ОКН и региона его местонахождения.

Средний срок жизни транша — применительно к ипотечным и другим ценным бумагам, обеспеченным финансовыми активами, данный термин означает ожидаемое время возврата каждого рубля номинала ценной бумаги, средневзвешенное по размерам периодических амортизационных платежей. При определении порядка и структуры амортизации используются предположения о досрочных погашениях и дефолтах.

Старший транш — транш, принимающий на себя потери по портфелю активов в последнюю очередь.

Статический портфель — секьюритизированный портфель, который не предполагает возможности пополнения активов или их замены в течение всей жизни сделки.

СФО — специализированное финансовое общество.

Транш — часть обязательства, обладающая признаком приоритетности по отношению к другим частям данного обязательства (см. также **Старший транш**, **Мезонинный транш**, **Младший транш**).

Целевой кредитный рейтинг — уровень кредитного рейтинга эмиссии КИЦБ, которого стремится достичь структурирующая сторона при определении структуры эмиссии и включении в сделку инструментов дополнительной кредитной поддержки.

Эмитент — юридическое лицо, которое от своего имени и в рамках своей деятельности выпускает в обращение ценные бумаги или иные платежные средства.

4 Источники информации, используемые при присвоении кредитного рейтинга

Основным источником информации при проведении рейтингового анализа является **информация, предоставляемая рейтингуемыми лицами и/или организаторами сделки.**

1. Документация:

- эмиссионная документация по выпускам ценных бумаг (решение о выпуске, проспект эмиссии), в том числе незарегистрированные проекты эмиссионной документации;
- полная контрактная документация по сделке, включая договор об уступке прав требования, договор банковского счета, договор обслуживающего агента и другие.

2. Информация о портфеле активов, выступающем в качестве обеспечения по сделке:

- анкета портфеля активов и структуры сделки, заполненная по формам, шаблонам и стандартам АКРА;
- кредитные рейтинги активов в портфеле (если применимо);
- графики погашения долговых обязательств в портфеле обеспечения по сделке;
- рейтинги активов/заемщиков/арендаторов в портфеле по внутренней рейтинговой шкале заимодателя и описание такой шкалы (если применимо);
- отчеты об оценке ОКН, выступающих в качестве обеспечения по сделке, подготовленные профессиональными квалифицированными участниками рынка коммерческой недвижимости;
- данные об исторических и текущих объемах вакантных площадей ОКН;
- лист ожидания потенциальных арендаторов;
- информация о финансовом состоянии, роде деятельности и прочей хозяйственной активности арендаторов ОКН, составляющих залоговое/ипотечное покрытие по рейтингуемым КИЦБ;
- прочая информация по портфелю активов, в том числе информация, необходимая для оценки финансового состояния заемщиков и/или арендаторов ОКН в соответствии с рейтинговыми методологиями АКРА.

3. Информация о заимодателе, заемщике, арендаторах, контрагентах, cedente, цессионарии, спонсоре и прочих третьих лицах, участвующих в сделке:

- соответствующая требованиям АКРА полная информация обо всех контрагентах по сделке, включая данные об эмитенте, заимодателе и обслуживающем агенте;
- исторические данные об уровнях дефолтов и возмещения потерь по кредитам, выданным заимодателем, в разрезе отраслей и видов кредитов;
- данные о ранее проведенных сделках, обеспеченных портфелем активов заимодателя;
- периодические (например, ежеквартальные) отчеты заимодателя по ранее секьюритизированным портфелям активов;
- информация о третьих лицах, предоставляющих поддержку эмиссии (гарантии, механизмы поддержания постоянства денежных потоков, поручительства, страхование, деривативные сделки и прочее);
- внутренняя документация эмитента, заимодателя, заемщика, обслуживающего агента, включая план развития (если применимо);
- финансовые и операционные модели эмитента, заимодателя и обслуживающего агента;
- публикации эмитента, заимодателя и обслуживающего агента (пресс-релизы, презентации для инвесторов);
- информация, предоставленная заимодателем, обслуживающим агентом и другими контрагентами по сделке в течение рейтинговой встречи в письменном и устном виде;
- периодические (например, ежеквартальные) отчеты эмитента, обслуживающего агента и других контрагентов, предоставляемые для мониторинга сделки после осуществления эмиссии.

4. Другие данные, включая информацию из открытых источников:

- другие формы обязательной отчетности, в том числе составленные в соответствии с нормативными актами Банка России;
- информационно-аналитические материалы управлений (министерств) социально-экономического развития регионов, финансов, а также иных профильных подразделений;
- информация из других открытых источников (в том числе СМИ).

5. Внутренняя информация Агентства:

- рассчитанные АКРА оценки кредитоспособности, в том числе по национальной рейтинговой шкале АКРА для РФ;
- прогнозы внутренних подразделений АКРА;
- данные проведенного Агентством ранее рейтингового анализа;

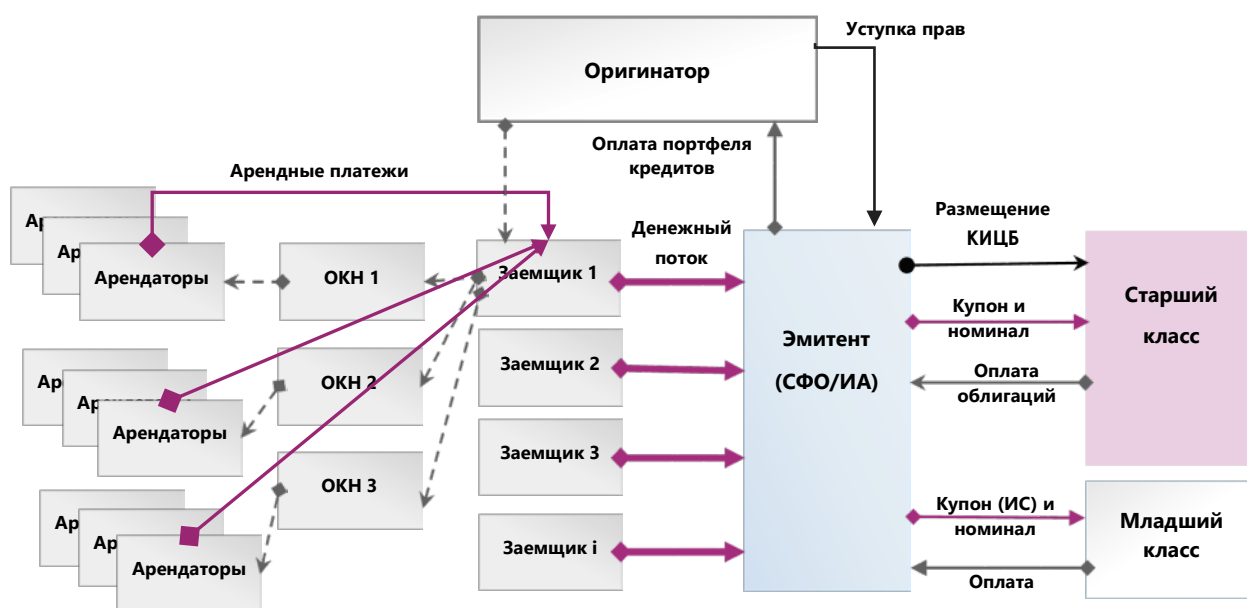
- агрегированные финансовые и операционные показатели других рейтингуемых лиц / инструментов с учетом аналитических корректировок.

Приведенный список источников информации не является исчерпывающим и может меняться от транзакции к транзакции. Если предоставленная информация, является, по мнению Агентства, недостаточной для рейтингового анализа транзакции, АКРА по своему усмотрению, в зависимости от характера и состава недостающей информации, применяет консервативные допущения в отношении качественных и количественных характеристик элементов транзакции и модельных расчетов либо отказывается от присвоения кредитного рейтинга, либо отзывает ранее присвоенный кредитный рейтинг. Соответствующие разъяснения раскрываются Агентством в рейтинговых отчетах и/или пресс-релизах.

5 Общее описание сделок по эмиссии КИЦБ

В рамках сделок по эмиссии КИЦБ происходит продажа с баланса заимодателя на баланс СФО прав требования по портфелю кредитов на покупку коммерческой недвижимости, обеспеченных залогом приобретаемых или находящихся в собственности заемщика зданий и/или земельных участков. Проданные права требования, в свою очередь, выступают обеспечением выпускаемых КИЦБ. Как правило, в сделках по секьюритизации портфелей коммерческих ипотечных кредитов денежный поток, необходимый для обслуживания кредитов, а именно для выплаты процентов и погашения ссудной задолженности, обеспечивается за счет поступлений наличности от аренды ОКН, права требования по которой также передаются эмитенту КИЦБ. Денежный поток, генерируемый портфелем кредитов, в свою очередь, используется для обслуживания КИЦБ, а именно для осуществления купонных платежей и реже — для погашения части номинальной стоимости КИЦБ.

Рисунок 1. Общая структура сделки по эмиссии КИЦБ



5.1. Ключевые факторы анализа активов

Объект коммерческой недвижимости (ОКН)

Под ОКН подразумевается здание или помещение, выступающее обеспечением по кредиту, входящему в секьюритизируемый портфель активов, и предназначенное для коммерческого использования, то есть для сдачи в аренду, за счет которой генерируется денежный поток, необходимый для осуществления текущих платежей по кредиту.

Как правило, в качестве ОКН для сделок секьюритизации коммерческой ипотеки могут выступать:

- офисные площади,
- торговые площади,
- производственные помещения,
- складские помещения,
- здания, относящиеся к сфере здравоохранения (больницы, санатории и пансионаты),
- гостиницы, отели,
- прочие виды площадей.

Качественные характеристики ОКН через отдельные элементы сделки оказывают существенное влияние на кредитное качество КИЦБ, а именно на (а) стабильность денежного потока от арендных платежей, поскольку от качества и состояния ОКН зависит доля вакантных площадей, а также на (б) величину возмещения потенциальных убытков по сделке, поскольку последнее целиком зависит от оценочной и ликвидационной стоимости ОКН.

АКРА предполагает, что портфель обеспечения в сделке по эмиссии КИЦБ может содержать активы, обеспеченные ОКН, находящимися на поздних стадиях строительства. Если доля таких активов в портфеле не превышает 20%, сделка классифицируется Агентством как сделка по эмиссии КИЦБ. При этом АКРА может применять дополнительные экспертные корректировки при определении стоимости такого ОКН. Однако в случае превышения этого показателя АКРА будет рассматривать транзакцию как сделку секьюритизации обязательств, относящихся к проектному финансированию, и будет применять соответствующие подходы и методики.

Арендаторы

Как правило, ПАК является основным источником денежного потока, необходимого для обслуживания кредитных обязательств заемщиков. В связи с этим для рейтингового анализа сделки рассматривается кредитное качество арендаторов, их диверсификация и отраслевая корреляция. В качестве арендаторов могут выступать юридические лица, относящиеся к различным отраслям и являющиеся субъектами как малого и среднего, так и крупного бизнеса.

В рамках сделок по эмиссии КИЦБ заемщиком (арендодателем) осуществляется уступка прав требования по аренде в пользу эмитента, что позволяет рассматривать поток арендных платежей, поступающий от арендаторов, как независимый от кредитного качества арендодателя элемент поддержки кредитного качества выпускаемых КИЦБ. АКРА предполагает неразрывность права собственности на объект залога (ОКН) и прав на сдачу его в аренду и на получение арендных платежей.

При проведении анализа кредитного качества ПАК Агентство рассматривает следующие условия индивидуальных договоров между арендодателем и арендатором, определяющие параметры денежного потока от аренды:

- площадь арендуемых помещений,
- сроки аренды,
- ставки аренды квадратного метра,
- условия прекращения договора,
- штрафы за досрочное прекращение договора.

Заемщики

АКРА предполагает, что в качестве заемщика в сделках по покупке ОКН может выступать:

- юридическое лицо, непосредственно заинтересованное в приобретении ОКН (при этом род деятельности такого юридического лица подразумевает возможность получения выгоды от сдачи ОКН в аренду);
- юридическое лицо — собственник ОКН, привлекающее заем от эмитента (за счет эмиссии рейтингуемых ценных бумаг) под залог имеющегося ОКН при условии юридически подтвержденного действительного права залога первой очереди в пользу эмитента;
- специализированное юридическое лицо, созданное в рамках сделки по покупке ОКН, выступающее номинальным собственником ОКН и являющееся заемщиком по кредиту, предоставленному на покупку ОКН. АКРА предполагает, что юридически такой заемщик обладает всей полнотой прав, связанных с владением ОКН, его эксплуатацией и сдачей в аренду, но де-факто он не является бенефициаром сделки. В этом случае ожидается, что конечный бенефициар приобретет ОКН во время или после исполнения обязательств по кредиту.

5.2. Механизмы повышения кредитного качества КИЦБ

С точки зрения обеспечения кредитного качества пассивов эмитента, в сделках по эмиссии КИЦБ используются те же механизмы повышения кредитного качества, что и в большинстве других видов транзакций структурированного финансирования.

Механизм субординации выпусков (траншей)

Выпуски облигаций в рамках одной сделки обычно делятся по старшинству на транши. В большинстве российских сделок структурированного финансирования присутствует два-четыре транша, но количество траншей в сделках на мировых рынках структурированного финансирования может достигать десяти и более.

Денежные средства, поступающие от заемщиков в счет уплаты процентов и сумм погашения ссудной задолженности по кредитам, составляющим секьюритизируемый портфель, в первую очередь распределяются в пользу старших траншей, а потери по портфелям в первую очередь абсорбируются младшими траншами.

Младшие транши являются субординированными относительно старших траншей.

Механизм субординации служит механизмом повышения кредитного качества выпусков и позволяет обеспечить защиту старших траншей за счет младших.

Более высокий риск младших траншей обычно компенсируется их более высокой доходностью. Процентный доход (купон) владельцев старших (более защищенных) траншей, как правило, ниже процентного дохода (купона) владельцев младших траншей (более рискованных). Таким образом, наряду с другими факторами на относительный кредитный риск траншей влияют кредитное качество портфеля обеспечения, порядок распределения денежных потоков и порядок распределения потерь (невозврата по портфелю) среди облигаций различных траншей.

Использование избыточного спреда как дополнительной защиты инвесторов

Еще одним элементом, характерным для сделок структурированного финансирования, является механизм удержания избыточного спреда за счет увеличения резервов и/или использования РУНО. РУНО регулирует использование избыточного спреда для компенсации потерь по основной сумме долга вследствие дефолтов активов в портфеле.

В широком смысле избыточный спред означает разницу между доходом кредитного портфеля (за вычетом совокупных первоочередных выплат, например налогов и расходов эмитента) и купонными выплатами, уплачиваемыми по облигациям.

Для оценки избыточного спреда АКРА анализирует следующие аспекты:

- модели досрочного погашения, которые приводят к досрочному погашению кредитов с высокими процентными ставками;
- случаи «плохого» погашения кредитов с высокими процентными ставками, которые привели к уменьшению спреда;

- распределение потерь во времени, особенно в контексте статических портфелей;
- критерии пополнения, допускающие выдачу кредитов с меньшей доходностью и, таким образом, ведущие к уменьшению избыточного спреда.

Агентство также учитывает очередность платежей в рамках сделки, в которую включены такие механизмы удержания средств, как РУНО или увеличение резерва денежных средств.

После распределения процентных платежей среди владельцев ценных бумаг структурированного финансирования и контрагентов по сделке избыточный спред обычно выплачивается по остаточному принципу либо обслуживающему агенту, либо заимодателю. В случае использования механизма РУНО при возникновении дефолтов в секьюритизированном портфеле активов часть избыточного спреда может направляться на частичное погашение номинальной стоимости облигаций одного из старших траншей.

Модели, используемые АКРА для рейтингового анализа, отражают закрепленные контрактом условия в каждой конкретной сделке. Для моделирования генерируемых пулом активов денежных потоков, которые впоследствии используются для осуществления выплат по ценным бумагам, АКРА использует модели потоков денежных средств, которые в том числе учитывают допущения по частоте дефолтов и срокам их наступления, уровни и сроки взыскания, уровни досрочного погашения, уровни и типы процентных ставок и комиссионных платежей, а также триггеры кредитного качества / досрочного погашения и очередность платежей.

5.3. Классификация сделок по уровню концентрации

Для определения наиболее объективного метода присвоения кредитного рейтинга выпуску КИЦБ Агентство классифицирует сделки, основываясь на:

- 1) степени концентрации активов, составляющих секьюритизируемый портфель;
- 2) степени влияния на кредитное качество КИЦБ, оказываемого отдельными элементами структуры активов;
- 3) наличии транширования пассивов и, соответственно, субординации траншей.

Шаг 1. Определение степени концентрации

Для выбора оптимального рейтингового подхода для каждой сделки по эмиссии КИЦБ Агентство анализирует степень концентрации активов в портфеле обеспечения, учитывая количество заемщиков, арендаторов и ОКН внутри портфеля.

Шаг 2. Выбор ключевого фактора анализа

Ключевыми количественными и качественными факторами рейтингового анализа сделок по эмиссии КИЦБ могут выступать: кредитное качество портфеля арендных обязательств, кредитное качество заемщиков или качественные и стоимостные характеристики ОКН. АКРА анализирует каждый из указанных факторов для определения ключевого элемента транзакции, оказывающего наиболее сильное влияние на кредитное качество КИЦБ.

При анализе портфеля аренды АКРА учитывает средневзвешенную продолжительность контрактов аренды, ее соотношение со средневзвешенной жизнью (дюрацией) КИЦБ, а также компенсационные выплаты (пени) за досрочное окончание срока аренды (если применимо). Кредитное качество ПАК может быть использовано в качестве ключевого фактора рейтингового анализа, например, при наличии ряда условий: достаточного, по мнению Агентства, объема информации об арендаторах, стабильного исторического уровня вакантных площадей, стабильного состава арендаторов, высокого кредитного качества ключевых арендаторов, наличия подтвержденного листа ожидания потенциальных арендаторов и т. д.

При анализе качества ОКН Агентство учитывает стоимость обеспечения в сопоставлении со схожими объектами, долю вакантных площадей, а также отдельные характеристики, повышающие ликвидность объекта и его ликвидационную стоимость. АКРА может использовать стоимостные характеристики ОКН в качестве ключевого фактора рейтингового анализа, например, если при дефолте эмитента ОКН может быть реализован до наступления юридически закрепленного срока погашения рейтингуемых КИЦБ по стоимости не ниже СЛС ОКН, которая, в свою очередь, является достаточной для полного исполнения обязательств по рейтингуемому КИЦБ.

Основанием для использования кредитного качества заемщика как ключевого фактора в рейтинговом анализе может выступать наличие высокого, по мнению Агентства, кредитного рейтинга АКРА у заемщика (за исключением СФО/ИА) в сочетании с недостаточной информацией относительно пула арендаторов и ОКН.

Как правило, влияние ключевых факторов на кредитное качество рейтингуемых КИЦБ и, соответственно, на их кредитный рейтинг является прямым (равнонаправленным): чем выше оценка Агентства по ключевому фактору, тем выше может быть уровень кредитного рейтинга КИЦБ при прочих равных оценках.

Шаг 3. Выбор метода рейтингования с учетом наличия транширования выпуска КИЦБ

Наибольшую значимость фактор отсутствия субординации приобретает в сделках с высокой концентрацией активов, поскольку в мировой практике диверсифицированный портфель активов, как правило, подразумевает обязательное наличие нескольких траншей КИЦБ в рамках одной сделки.

Ниже приведена таблица, отражающая примеры используемых АКРА подходов к рейтинговому анализу в зависимости от характеристик активов и пассивов в анализируемой транзакции. Решение об использовании конкретного метода анализа АКРА принимает в зависимости от индивидуальных особенностей сделки.

Таблица 1. Классификация и выбор рейтинговой модели в сделках по эмиссии КИЦБ

Уровень концентрации	Ключевые компоненты анализа	Количественные диапазоны для каждого компонента (шт.)	Драйвер кредитного качества КИЦБ	Транширование	Модель
Высокая концентрация	Арендаторы	1	Высокая прогнозируемость портфеля аренды до даты погашения КИЦБ	Нет	Индивидуальные транзакционные расчеты
				Да	Индивидуальные транзакционные расчеты и ГРАСП-ВП
	ОКН		Нет	Индивидуальные транзакционные расчеты	
			Да	ГРАСП-МК и ГРАСП-ВП	
	Заемщики		Нет	Индивидуальные транзакционные расчеты	
			Да	Индивидуальные транзакционные расчеты ГРАСП-ВП	
Средняя концентрация	Арендаторы	2–5	Высокая прогнозируемость портфеля аренды до даты погашения КИЦБ	Да	ГРАСП-КИ и ГРАСП-ВП
	ОКН		Ценовые и качественные характеристики ОКН	Да	Индивидуальные транзакционные расчеты, ГРАСП-МК и ГРАСП-ВП
	Заемщики		Кредитный рейтинг заемщиков	Да	ГРАСП-МК и ГРАСП-ВП
Средняя/высокая диверсификация	Арендаторы	>5	Высокая прогнозируемость портфеля аренды до даты погашения КИЦБ	Да	ГРАСП-КИ и ГРАСП-ВП
	ОКН		Ценовые и качественные характеристики ОКН	Да	Индивидуальные транзакционные расчеты, ГРАСП-МК и ГРАСП-ВП
	Заемщики		Кредитный рейтинг заемщиков	Да	ГРАСП-МК и ГРАСП-ВП

6 Обзор процесса рейтингового анализа

Кредитные рейтинги, присваиваемые АКРА ценным бумагам, обеспеченным правами требования по коммерческой ипотеке, основаны на методике оценки ожидаемых потерь, которая учитывает вероятность дефолта по рейтингуемым бумагам и размер потерь в случае дефолта до наступления юридически закрепленного крайнего срока погашения бумаг.

АКРА также может присваивать кредитные рейтинги на основании только относительной вероятности дефолта. В таком случае кредитные рейтинги будут отражать мнение Агентства относительно риска наступления дефолта эмитента по анализируемому выпуску КИЦБ, в результате которого инвесторы понесут какие-либо потери. Данные кредитные рейтинги несопоставимы с кредитными рейтингами, присвоенными с учетом ожидаемых потерь, так как они не отображают размер кредитных потерь, которые могут понести инвесторы.

В рамках сделок структурированного финансирования АКРА оценивает величину ожидаемых потерь применительно к конкретному портфелю активов, обеспечивающему рейтингующие обязательства. Оценка ожидаемых потерь портфеля производится на основании оценки кредитного профиля активов в секьюритизированном портфеле, а также предоставленных заимодателем исторических данных о дефолтах и возвратах задолженности. При этом используется метод сравнения вышеупомянутого портфеля активов с сопоставимыми активами или с отправным портфелем активов.

Рейтинговый анализ АКРА предусматривает использование модельной платформы ГРАСП, состоящей из нескольких модулей. К сделкам секьюритизации коммерческой ипотеки могут применяться следующие модули:

- **ГРАСП Водопад Платежей (ГРАСП-ВП)** — анализирует денежные потоки, а также структуру сделки и относительное кредитное качество облигаций разных выпусков, обеспеченных правами требования и различными видами залогового имущества (портфеля);
- **ГРАСП Монте-Карло (ГРАСП-МК)** — анализирует вероятность дефолта, уровень ожидаемых потерь и корреляции портфелей активов по методу Монте-Карло;
- **ГРАСП Коммерческая Ипотека (ГРАСП-КИ)** — анализирует уровень ожидаемых потерь в портфелях кредитов, обеспеченных коммерческой ипотекой, в том числе с учетом качества портфелей арендных контрактов.

При осуществлении рейтинговых действий АКРА оставляет за собой право комбинировать различные модули платформы ГРАСП при наличии соответствующего обоснования и применять экспертные корректировки исходя из структуры и характеристик анализируемой сделки. В случаях анализа транзакций эмиссии КИЦБ, обеспеченных правами требования по концентрированным портфелям активов, или транзакциям, близким по своей экономической сути к переупаковке кредитного качества заемщика или отдельных элементов портфеля активов, АКРА может применять индивидуальные транзакционные расчеты, учитывающие кредитный рейтинг или оценку кредитного качества заемщиков и/или арендаторов в портфеле и/или ожидаемый уровень возмещения в случае реализации ОКН. Обычно рейтинговый анализ КИЦБ состоит из следующих этапов:

1. Определение ключевого фактора (ключевых факторов) кредитного качества КИЦБ.
2. Анализ ключевого фактора (ключевых факторов) кредитного качества КИЦБ и его (их) влияния на ожидаемые потери:
 - а) анализ денежных потоков, получаемых арендодателем от арендаторов в счет исполнения обязательств по договорам аренды; объемы и стабильность этих денежных потоков непосредственно влияют на исполнение текущих обязательств эмитента по КИЦБ (выплата купонного дохода держателям облигаций) и зависят от кредитного качества арендаторов анализируемого объекта;
 - б) анализ кредитного качества заемщиков, имеющих кредитный рейтинг АКРА;
 - в) анализ характеристик ОКН и их влияния на вероятность дефолта и уровень возмещения по портфелю активов и КИЦБ.
3. Определение потенциальной величины возмещения в результате наложения взыскания на ОКН в случае неисполнения обязательств по КИЦБ.
4. Определение ожидаемой величины потерь и соответствующей вероятности дефолта по портфелю активов с использованием методов математического моделирования, соответствующих типу анализируемой сделки (например, метод Монте-Карло).
5. Моделирование денежных потоков по сделке и расчет ожидаемых потерь рейтингуемого выпуска КИЦБ с учетом всех структурных элементов сделки (как правило, с помощью программного модуля ГРАСП-ВП).
6. Присвоение кредитного рейтинга на основании полученной величины ожидаемых потерь по выпуску КИЦБ.

7 Присвоение кредитного рейтинга выпускам облигаций

7.1. Присвоение кредитного рейтинга с использованием моделей распределения денежных потоков

Для анализа распределения потоков наличности и потерь среди облигаций различных траншей, а также для оценки их воздействия на кредитный рейтинг инструментов и обязательств структурированного финансирования АКРА использует модели потоков платежей и анализа уровня субординации. Например, для сделок, обеспеченных гранулированными портфелями, используется модуль ГРАСП-ВП, а для портфелей крупных долговых обязательств — сочетание модулей ГРАСП-ВП и ГРАСП-МК.

Чтобы рассчитать кредитные рейтинги различных траншей облигаций, ГРАСП-ВП вычисляет величину ожидаемых потерь и среднюю продолжительность жизни траншей для каждого сценария дефолта на кривых распределения потерь. Используемые для моделирования сценарии формируются индивидуально и раскрываются в рейтинговом отчете. Каждому сценарию соответствует заданное значение уровня дефолта в портфеле. Затем модель взвешивает потери и среднюю продолжительность жизни облигаций для каждого сценария по вероятности реализации этого сценария. В результате рассчитывается уровень ожидаемых потерь и средняя продолжительность жизни каждого транша в структуре сделки. По этим двум параметрам и при помощи эталонной таблицы ожидаемых потерь может быть определен кредитный рейтинг.

Анализ распределения потерь: транширование и ожидаемые потери

В структурированной сделке объем потерь по траншу ограничен нижней и верхней границами транша, отделяющими его от вышележащего и нижележащего траншей соответственно. Конкретный транш не несет никаких потерь, если потери портфеля меньше нижней границы транша. В простых сделках структурированного финансирования «толщине» траншей, как правило, соответствуют ожидаемые потери выше или ниже определенной точки на распределении ожидаемых потерь для всего портфеля.

Зная необходимый уровень ожидаемых потерь для определенного уровня кредитного качества, можно сделать вывод об уровне кредитоспособности любого транша в структуре капитала, исходя из соответствующего ему значения ожидаемых потерь в разработанной АКРА эталонной таблице ожидаемых потерь. Процесс вычисления уровней субординации, необходимой для достижения определенного кредитного рейтинга, начинается с транша с самым высоким кредитным рейтингом и завершается траншем с наиболее низким кредитным рейтингом.

Для определения кредитных рейтингов облигаций в ГРАСП-ВП вводится распределение вероятности дефолтов и/или потерь в секьюритизированном портфеле, полученное при помощи модулей, рассчитывающих распределение вероятности дефолта в портфеле.

Для анализа распределения вероятности дефолта и уровней возмещения потерь в портфеле кредитов различных видов заемщиков АКРА использует модули модельной платформы ГРАСП. Вероятность и уровни потерь в портфелях также зависят как от корреляции между активами в портфеле, так и от корреляции активов с другими элементами сделки, например, с дефолтом отдельных контрагентов и вероятностью возникновения определенных стрессовых событий, специфичных для отдельно взятых отраслей, географических регионов и т. д. Для оценки влияния корреляционных допущений на ожидаемые потери по портфелю АКРА использует модуль ГРАСП-МК.

Вводные данные для модели потоков поступлений денежных средств могут различаться в зависимости от природы секьюритизированных активов в портфеле обеспечения рейтингуемых выпусков облигаций. Вводными данными для модели потоков наличных денежных средств являются различные параметры активов в портфеле и структура пассивов эмитента облигаций структурированного финансирования, обеспеченных портфелем.

Учет влияния контрагентов

АКРА учитывает влияние контрагентов эмитента КИЦБ на кредитное качество рейтингуемых обязательств эмитента. Агентство может применять отрицательные поправки к ожидаемым потерям или к вероятности дефолта по КИЦБ в зависимости от кредитного качества отдельных контрагентов или качества оказываемых ими услуг. АКРА рассматривает следующие основные группы контрагентов:

- контрагенты, предоставляющие услуги по ведению и обслуживанию счетов эмитента;
- контрагенты, оказывающие услуги по сопровождению портфелей обеспечения (например, учет ссудной задолженности, сбор платежей от заемщиков, урегулирование просроченной задолженности, наложение взыскания и т. д.);
- контрагенты, обеспечивающие текущую операционную деятельность эмитента (например, в части осуществления платежей, ведения бухгалтерской отчетности и т. д.);
- контрагенты, обеспечивающие депозитарный и/или специализированный депозитарный учет активов эмитента и портфелей обеспечения;
- иные контрагенты эмитента, способные, по мнению АКРА, оказать существенное влияние на кредитное качество рейтингуемых обязательств в зависимости от конкретной структуры сделки.

Учет юридических и налоговых рисков

Для присвоения кредитного рейтинга АКРА анализирует документацию сделок по эмиссии КИЦБ, соответствие сделки применимому законодательству, а также влияние возможных юридических рисков (например, риск признания какой-либо составляющей сделки недействительной или несоответствующей законодательству) на возможность исполнения эмитентом обязательств по рейтингуемым выпускам перед инвесторами.

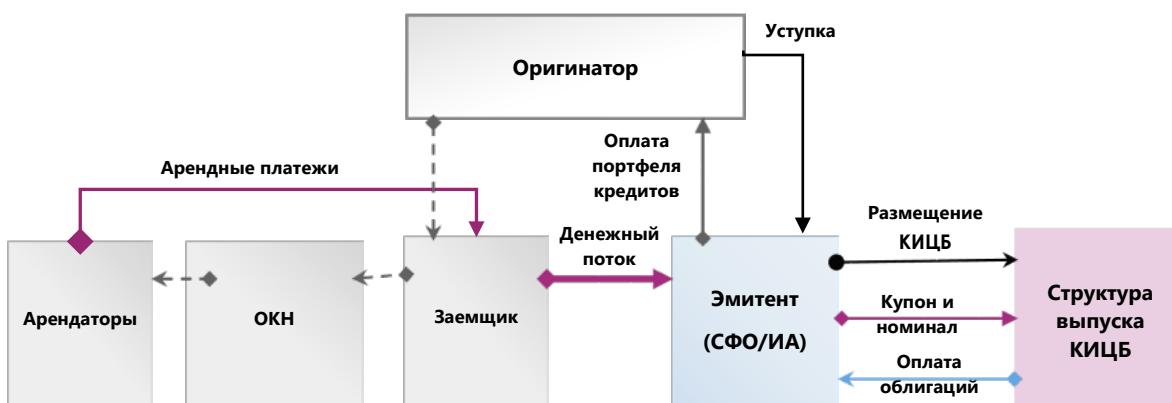
Помимо проведения собственного анализа АКРА по своему усмотрению использует юридические и налоговые заключения независимых специализированных консультантов. Требования Агентства к содержанию таких заключений могут отличаться от сделки к сделке.

8 Вычисление ожидаемых потерь портфеля активов

8.1. Сделки с высококонцентрированными портфелями обеспечения

Под сделками с высококонцентрированными портфелями обеспечения Агентство, как правило, понимает транзакции по эмиссии КИЦБ, залоговое покрытие по которым состоит из единственного кредита, обеспеченного единственным ОКН с минимальным числом арендаторов, один из которых обеспечивает большую часть (80% и более) арендных платежей.

Рисунок 2. Пример структуры сделки по эмиссии КИЦБ с высококонцентрированным портфелем обеспечения



8.1.1. Сделки с траншированными выпусками облигаций

8.1.1.1. Сделки с ПАК с высокой степенью прогнозируемости и/или с ОКН с высокой стоимостью

При присвоении кредитного рейтинга траншированному выпуску КИЦБ, обеспеченному высококонцентрированным портфелем активов, при том условии, что характеристики ПАК или ОКН используются в качестве якорного фактора кредитного качества КИЦБ, АКРА производит расчет уровня потерь и совокупного показателя ВНОАр по портфелю арендных контрактов с помощью модуля ГРАСП-КИ.

Вводные параметры для модели включают такие характеристики портфеля аренды, как:

- кредитный рейтинг, присвоенный АКРА арендатору (-ам), оценка его (их) кредитного качества или рейтинговое допущение;
- корректировки к ВНОАр по итогам проведения ПСП-анализа арендатора (если применимо) и характеристик ОКН.

Уровень возмещения по ПАК считается равным 0%, что отражает низкую вероятность получения арендодателем каких-либо компенсаций по потерям, возникающих в случае расторжения договоров аренды.

Также в модели могут использоваться характеристики ОКН, являющихся обеспечением по кредиту, и в первую очередь такая характеристика, как СЛС ОКН. АКРА предполагает, что в случае неисполнения обязательств по кредитам объект с высокой вероятностью может быть реализован по скорректированной стоимости в сроки, не нарушающие юридически установленную дату погашения обязательств по КИЦБ. Дополнительно АКРА может учесть обесценение ОКН во времени.

8.1.1.2. Сделки по эмиссии КИЦБ, обеспеченных кредитными обязательствами заемщиков, которым был присвоен кредитный рейтинг АКРА

При присвоении кредитного рейтинга выпускам КИЦБ, обеспеченных высококонцентрированными портфелями активов, с использованием кредитного качества заемщика в качестве ключевого фактора рейтингового анализа АКРА рассматривает траншированные сделки как сделки с замещением кредитного качества КИЦБ кредитным качеством заемщика. Соответственно, ожидаемые потери по портфелю рассчитываются с использованием индивидуальных кредитных рейтингов заемщика. Также в модели могут использоваться характеристики ОКН, являющихся обеспечением по кредиту, в первую очередь — СЛС ОКН.

8.1.2. Сделки с нетраншированными выпусками облигаций

При присвоении кредитного рейтинга выпускам КИЦБ в рамках сделок с высококонцентрированным портфелем обеспечения, при условии, что кредитный рейтинг заемщиков, присвоенный АКРА, признан якорным фактором кредитного качества КИЦБ, акцент в анализе смещается с ПАК на кредитное качество заемщика и его финансового обязательства, обеспеченного ОКН. Для расчета ожидаемых потерь или вероятности дефолта по активу АКРА осуществляет индивидуальные транзакционные расчеты, схожие с расчетами, производимыми при анализе классических транзакций по переупаковке кредитного риска, при этом основным вводным параметром является кредитный рейтинг заемщика, присвоенный АКРА.

8.1.2.1. Сделки с ПАК с высокой степенью прогнозируемости и/или с заемщиками, которым был присвоен кредитный рейтинг АКРА

При присвоении кредитного рейтинга выпускам КИЦБ, обеспеченных высококонцентрированными портфелями активов, с использованием кредитного качества портфелей арендных контрактов или кредитного качества заемщика в качестве ключевого фактора рейтингового анализа, АКРА рассматривает нетраншированные сделки как сделки с замещением кредитного качества КИЦБ кредитным качеством заемщика или арендатора. Соответственно, ожидаемые потери по портфелю рассчитываются с использованием индивидуальных кредитных рейтингов заемщика или арендатора посредством индивидуальных транзакционных расчетов. Также в модели могут использоваться характеристики ОКН, являющихся обеспечением по кредиту, и в первую очередь — СЛС ОКН.

8.1.2.2. Сделки с ОКН со стабильно высокой прогнозируемой стоимостью

В случае присвоения кредитного рейтинга выпуску КИЦБ, обеспеченных высококонцентрированным портфелем активов, с использованием стоимостных и качественных параметров ОКН в качестве ключевого фактора рейтингового анализа, АКРА рассматривает нетраншированные сделки как переупаковку риска ОКН. Такая переупаковка риска ОКН предполагает возможность покрытия потерь по КИЦБ за счет реализации ОКН в случае неисполнения обязательств по активам или КИЦБ. Таким образом, ключевыми факторами при определении ожидаемых потерь по портфелю являются базовые предположения относительно ликвидационной стоимости ОКН, а также определение стресс-стоимости ОКН на основании проведения ПСП-анализа ОКН с учетом влияния внешних факторов (см. подп. 9.3). При этом АКРА использует консервативные допущения в отношении кредитного качества основного заемщика и/или арендатора: оценка базового индикатора кредитного рейтинга на уровне BBB-(RU) и ниже в зависимости от специфики транзакции.

8.2. Сделки с портфелями обеспечения с умеренной концентрацией

Под сделками с умеренно концентрированными портфелями обеспечения Агентство, как правило, понимает транзакции по эмиссии КИЦБ, залоговое покрытие по которым состоит из небольшого количества кредитов (не более пяти), каждый из которых обеспечен залогом одного (реже — нескольких) ОКН.

Рисунок 3. Пример структуры сделки по эмиссии КИЦБ, обеспеченных портфелем активов с умеренной концентрацией



8.2.1. Сделки с ПАК высокого качества и/или с ОКН с высокой стоимостью

При присвоении кредитного рейтинга траншированному выпуску КИЦБ, обеспеченных портфелями активов с умеренной концентрацией, при том условии, что характеристики ОКН или ПАК используются в качестве якорного фактора кредитного качества КИЦБ, АКРА производит расчет уровня потерь и совокупного показателя ВНОАр по пулу арендаторов с помощью модуля ГРАСП-КИ.

Вводные параметры для модели включают такие характеристики портфеля аренды, как:

- кредитный рейтинг арендаторов или оценка их кредитного качества;
- доля каждого арендатора в потоке арендных платежей;
- корреляция между отраслями, в которых арендаторы осуществляют свою деятельность;
- корректировки показателя ВНОАр по итогам проведения анализа кредитного качества арендаторов и характеристик ОКН.

Уровень возмещения по ПАК считается равным 0%, что отражает низкую вероятность получения средств по расторгнутым контрактам аренды.

При определении величины возмещения по КИЦБ Агентство использует характеристики ОКН, являющихся обеспечением по кредитам, и в первую очередь — СЛС ОКН. АКРА предполагает, что в случае неисполнения обязательств по кредитам и наложения взыскания на обеспечение, ОКН с высокой вероятностью может быть реализован по скорректированной стоимости в сроки, не нарушающие юридически установленную дату погашения обязательств по КИЦБ. Дополнительно АКРА может учесть обесценение ОКН во времени.

8.2.2. Сделки с заемщиками, которым был присвоен кредитный рейтинг АКРА

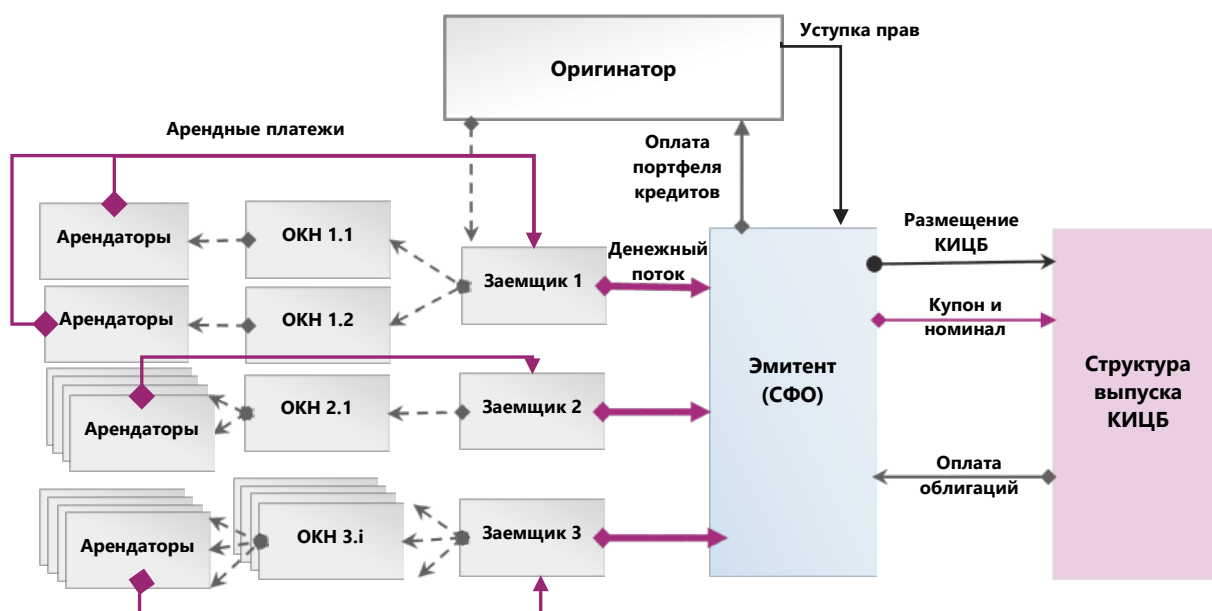
При анализе сделок по эмиссии КИЦБ с умеренной концентрацией портфеля обеспечения, в которых кредитный рейтинг заемщиков, присвоенный АКРА, является якорным фактором кредитного качества КИЦБ, в качестве центрального элемента анализа АКРА использует индивидуальные транзакционные расчеты и/или модуль ГРАСП-МК в комбинации с ГРАСП-ВП, которые учитывают кредитный рейтинг заемщиков и стоимость ОКН, влияющую на величину возмещения по кредитам. Совокупное значение ожидаемых потерь портфеля определяются как сумма индивидуальных ожидаемых потерь, рассчитанных для каждого актива. Ожидаемые потери портфеля могут быть рассчитаны с использованием индивидуальных кредитных рейтингов активов.

АКРА рассматривает ПАК как дополнительное обеспечение с низким приоритетом.

8.3. Сделки с диверсифицированными портфелями обеспечения

Под сделками с диверсифицированными портфелями обеспечения Агентство, как правило, понимает транзакции по эмиссии КИЦБ, залоговое покрытие по которым состоит из пяти и более кредитов, каждый из которых обеспечен залогом одного или нескольких ОКН с большим портфелем арендных контрактов.

Рисунок 4. Пример структуры сделки по эмиссии КИЦБ, обеспеченных диверсифицированным портфелем активов



8.3.1. Сделки с арендными контрактами с высокой прогнозируемостью сроков и/или с ОКН с высокой стоимостью

При присвоении кредитного рейтинга траншированным выпускам КИЦБ, обеспеченных диверсифицированными портфелями активов, для которых характеристики ОКН или портфелей аренды являются якорными факторами кредитного качества, АКРА осуществляет расчет уровня потерь и совокупного показателя ВНОАр по пулу арендаторов с использованием модуля ГРАСП-КИ.

8.3.2. Сделки с заемщиками, которым были присвоены кредитные рейтинги АКРА

При присвоении кредитного рейтинга выпуску КИЦБ в сделке с относительно высокой степенью диверсификации портфеля обеспечения, при том условии, что кредитные рейтинги заемщиков являются якорным фактором кредитного качества КИЦБ, АКРА анализирует кредитное качество заемщиков и их финансовых обязательств, обеспеченных ОКН.

При анализе концентрированных портфелей задолженности совокупное значение ожидаемых потерь может быть определено как сумма индивидуальных ожидаемых потерь, рассчитанных для каждого актива с использованием ПСП, индивидуальных кредитных рейтингов АКРА или оценок кредитного качества каждого актива, а также уровней корреляции между активами в портфеле.

Для более диверсифицированных портфелей ПСП используется с целью определения вероятности дефолта для каждого кредита и сочетается с анализом показателей возмещения на уровне портфеля. Ожидаемые потери в портфеле задолженности определяются с помощью обратной функции нормального распределения, характеризующегося математическим ожиданием и стандартным квадратичным отклонением.

В портфелях крупных долговых обязательств совокупное значение ожидаемых потерь портфеля может определяться как сумма индивидуальных ожидаемых потерь, подсчитанных для каждого актива. Ожидаемые потери портфеля могут быть рассчитаны с использованием индивидуальных кредитных рейтингов АКРА, присвоенных каждому активу, и с учетом корреляции между активами в портфеле.

9 Распределение вероятности дефолта индивидуальных активов

Как было указано выше, в зависимости от типа сделки по выпуску КИЦБ Агентство учитывает следующие якорные факторы кредитного качества КИЦБ:

- портфель арендных контрактов, заключенных с арендаторами площадей в ОКН, являющихся обеспечением по активам;
- кредитное качество заемщиков;
- характеристики и стоимость ОКН.

В сделках, где ПАК оказывает наибольшее влияние на кредитное качество КИЦБ, АКРА рассматривает денежный поток арендных платежей как основной источник средств для текущего обслуживания обязательств по портфелю активов и/или КИЦБ (прежде всего, для осуществления выплат процентов/купона). Ключевыми факторами для поддержания стабильного денежного потока от сдачи в аренду анализируемого ОКН являются:

- способность арендаторов осуществлять периодические выплаты по договорам аренды;

- объем вакантных площадей и их оборачиваемость (скорость замещения старых арендаторов новыми), что связано с качественными характеристиками ОКН и его привлекательностью для арендаторов.

Для целей рейтингового анализа АКРА рассматривает в качестве портфеля активов совокупность индивидуальных контрактов аренды, действующих в течение юридического срока жизни сделки по эмиссии КИЦБ. Номинальная стоимость одного контракта приравнивается к совокупным арендным выплатам с момента эмиссии до юридического срока погашения КИЦБ и соответствует доле данного контракта в совокупном портфеле арендных платежей.

Для определения величины (номинала) портфеля арендных обязательств АКРА учитывает только текущий уровень поступающих арендных платежей с сохранением доли вакантных площадей в течение всего временного горизонта анализа не ниже уровня, актуального на момент проведения анализа пула. В дополнение к этому размер поступлений может быть скорректирован в сторону уменьшения в зависимости от внешних, например, макроэкономических, факторов.

Текущая величина портфеля определяется как суммарный денежный поток, получаемый собственником ОКН от арендаторов, с которыми на момент проведения анализа пула были заключены договоры аренды¹. АКРА предполагает, что сроки договоров аренды могут варьироваться. Например, арендаторы, аффилированные с собственником ОКН или бенефициаром сделки по покупке ОКН, могут заключать договоры аренды на весь срок до погашения КИЦБ, а сроки договоров с независимыми арендаторами могут быть существенно короче. В связи с этим проводится дополнительный анализ доли вакантных площадей и связанных с данным показателем характеристик. Таким образом, возможно применение отрицательных поправок к совокупной номинальной величине портфеля арендных договоров. Отрицательные поправки могут быть применены на основании анализа следующих факторов:

- исторических уровней вакантных площадей и их динамики;
- динамики арендных ставок;
- исторического среднего времени сохранения вакансии (время с момента ухода арендатора до момента нахождения нового арендатора).

Результаты анализа вакантных площадей отражают ожидания АКРА относительно динамики денежного потока арендных платежей, генерируемого ОКН:

1. Умеренный рост ставок аренды, соответствующий рыночным ожиданиям, может привести к номинальному увеличению совокупного денежного потока при относительно постоянной доле вакантных площадей.

¹ Если АКРА располагает информацией о намерении отдельных арендаторов освободить занимаемые площади в течение одного года с момента проведения анализа, доля таких арендаторов в совокупной номинальной стоимости ПАК может быть признана равной нулю.

2. Резкие скачки или существенный рост ставок аренды могут привести к снижению денежного потока за счет оттока арендаторов, неспособных оплачивать аренду, и роста доли вакантных площадей либо к увеличению периода замещения.

В сделках с портфелями, характеризующимися относительно высокой степенью концентрации, являющимися обеспечением по рейтингуемым КИЦБ и включающими в себя заемщиков с присвоенным кредитным рейтингом АКРА, наибольшее влияние на кредитное качество портфеля обеспечения оказывают параметры, связанные с кредитным качеством заемщиков, а наименьшее — параметры ПАК и характеристики ОКН. Если сдача коммерческих площадей в аренду оказывает существенное влияние на кредитоспособность заемщика, АКРА может выбрать один из указанных подходов или комбинировать их.

9.1. Анализ качества портфеля договоров аренды ОКН

Ключевым аспектом анализа кредитного качества портфеля арендных договоров являются допущения относительно кредитного качества арендаторов и соответствующих им индивидуальных вероятностей дефолтов.

В зависимости от общего типа и индивидуальных характеристик анализируемого ОКН пул арендаторов может быть гранулированным, концентрированным или комбинацией этих двух понятий, например, одного/нескольких якорных и ряда малых арендаторов. Под якорным арендатором подразумевается арендатор, занимающий существенную долю коммерческой площади объекта, сдаваемой в аренду, и обеспечивающий не менее 10% совокупного арендного денежного потока.

В зависимости от класса ОКН и доли денежного потока, приходящейся на одного якорного арендатора, для осуществления полноценного рейтингового анализа Агентству может потребоваться кредитный рейтинг или рейтинговая оценка якорных арендаторов, обеспечивающих в отдельности 30% и более совокупного потока арендных платежей.

При высокой диверсификации ПАК Агентство применяет ПСП для определения индивидуальных показателей ВНОАр арендаторов. В отношении портфеля малых арендаторов (если они не имеют собственного кредитного рейтинга) может быть применен БИР в пределах от BB-(ru.sf) до BBB-(ru.sf) в зависимости от наличия и полноты информации по каждому из арендаторов, а также от относительных/абсолютных величин арендных платежей.

Каждому активу (арендному договору), входящему в портфель, соответствует индивидуальный показатель ВНОАр. Неисполнение обязательств может быть обусловлено либо дефолтом арендатора, либо освобождением арендуемой площади без наступления дефолтного события. Вероятность первого фактора зависит от кредитного качества арендатора и определяется его кредитным рейтингом или рейтинговой оценкой (в соответствии с эталонными таблицами), второго — зависит от степени привлекательности и важности ОКН для арендатора и определяется при проведении ПСП-анализа ОКН. Таким образом, ВНОАр — это

сумма вероятности дефолта арендатора, соответствующей его кредитному рейтингу или рейтинговой оценке, и отрицательной корректировки, основанной на ПСП-анализе ОКН.

АКРА применяет ПСП-анализ арендатора, в рамках которого БИР арендатора корректируется в пределах семи ступеней вверх или вниз относительно базовой оценки. Анализ проводится с использованием таких характеристик, как:

- занимаемая площадь, удельный вес арендатора в совокупном ПАК;
- размер компании-арендатора, ее тип и отраслевая принадлежность;
- финансовое состояние;
- текущая ставка аренды;
- условия продления аренды, лимиты новых арендных ставок;
- сроки договоров аренды;
- возможность и условия досрочного расторжения арендного договора, штрафы и пени, срок для досрочного расторжения (без штрафных санкций), предусмотренный договором.

9.2. Анализ качества портфеля кредитов

Условием применения результатов анализа кредитного качества заемщиков является наличие у заемщика кредитного рейтинга АКРА. В этом случае в моделировании сделки по эмиссии КИЦБ Агентство учитывает вероятность дефолта заемщиков, соответствующую их кредитным рейтингам, а также отраслевую и региональную корреляцию активов.

Если уступка прав требования по активам, составляющим портфель обеспечения, соответствует юридическим стандартам действительной продажи, а своевременная передача прав эмитенту обеспечена необходимой документацией (доверенности и т. д.), что обычно подтверждается юридическим заключением по сделке, АКРА может не рассматривать потенциальное негативное влияние кредитного качества заемщика на исполнение обязательств по активам. АКРА предполагает, что при наложении взыскания на ОКН с последующим переходом прав собственности эмитенту, он также получает права на сдачу в аренду и получение арендных платежей.

Дополнительно АКРА может принимать во внимание наличие в сделке третьих сторон, оказывающих поддержку заемщику. Например, если заемщик по кредиту является специализированным юридическим лицом, Агентство может учитывать влияние на кредитное качество КИЦБ стороны, заинтересованной в исполнении обязательств перед эмитентом КИЦБ. Как правило, такой стороной является cedent, который может рассматриваться как спонсор сделки. АКРА предполагает, что в случае несвоевременного исполнения обязательств по кредиту спонсор может служить источником финансовой поддержки заемщика. АКРА будет учитывать возможность спонсорской поддержки в зависимости от соотношения остатка ссудной задолженности по кредиту и оценочной стоимости ОКН (коэффициент К/З).

9.3. Определение качества ОКН с использованием ПСП и влияния качества ОКН на вероятность дефолта

Качество анализируемого ОКН рассматривается АКРА как один из якорных факторов кредитного качества КИЦБ, поскольку, с одной стороны, оно оказывает влияние на оценочную стоимость КИЦБ и допущения относительно ее стрессовой корректировки, а с другой — определяет привлекательность оцениваемого объекта для арендаторов и, наряду с кредитным качеством арендаторов, определяет вероятностные параметры портфеля аренды. В зависимости от типа сделки по эмиссии КИЦБ Агентство анализирует влияние отдельных характеристик ОКН на ВНОАр, а также на стоимость объекта при наложении взыскания, которая, в свою очередь, определяет размер возмещения по КИЦБ или активам, входящим в портфель обеспечения.

Как правило, для анализа качества ОКН Агентство применяет ПСП, который заключается в сравнении анализируемого объекта недвижимости с отправным объектом по ряду ключевых характеристик. Расхождения значений по анализируемым характеристикам влекут применение отрицательных поправок к стоимости продажи объекта или к уровню/вероятности потерь по ПАК. АКРА предполагает, что совокупность качеств и характеристик ОКН влияет на заинтересованность арендаторов в продолжении аренды площадей, расположенных в отдельно взятом ОКН, или, напротив, на заинтересованность в переезде, что отражается на величине потока арендных платежей и на ВНОАр.

Отправной объект — гипотетическое здание (или другой ОКН), способное обеспечить стабильный денежный поток арендных платежей, достаточный для обслуживания долговых обязательств собственника, и/или имеющее стабильную стоимость (не подвержено обесценению), обеспечивающую покрытие риска рефинансирования при реализации кризисного сценария уровня ААА, подразумевающего существенный спад в российской экономике, затрагивающий множество отраслей.

Характеристики, используемые при проведении сравнительного анализа ОКН и отправного объекта, объединены в следующие группы:

- первичные характеристики (вид собственности, степень завершенности строительства, возраст объекта и частота капитальных ремонтов, капитальные затраты);
- инженерные системы и проектировочные решения (энергоснабжение, материалы, отделка, организация пространства);
- местоположение и доступность (географическое положение, локальная транспортная доступность);
- организация прилегающей территории (наличие и вместимость парковок, грузовые шлюзы и т. д.);
- управление объектом (УК, провайдеры телекоммуникационных услуг, операционные расходы);

- арендаторы и условия аренды (якорные арендаторы, вакантные площади);
- локальная конкуренция (наличие аналогичных объектов в определенном радиусе).

АКРА присваивает каждой группе вес, характеризующий степень ее влияния на ВНОАр или СЛС ОКН и варьирующийся в зависимости от класса объекта. Внутри групп каждому показателю присвоен приоритет по балльной системе (от 1 до 4, где 4 характеризует максимальный приоритет). Для определения влияния отдельных характеристик на корректировки к ВНОАр и СЛС ОКН вес группы показателей делится на сумму баллов приоритетов внутри группы и умножается на балльный приоритет каждого отдельно взятого показателя.

В ходе сравнения совокупность отклонений индивидуальных характеристик анализируемого ОКН от характеристик отправного объекта определяет суммарную величину экспертной корректировки к ВНОАр и СЛС ОКН. Максимальный размер итоговой корректировки (т. е. ее верхняя граница) определяется в зависимости от уровня целевого кредитного рейтинга — чем выше целевой рейтинг, тем более существенной может быть максимальная корректировка.

В отношении тех сделок, где качество ОКН является драйвером кредитного качества КИЦБ, АКРА может присваивать кредитные рейтинги, основанные на ожидаемом уровне возмещения. В рамках такого подхода АКРА рассматривает уровни возмещения после наступления дефолта по обязательствам эмитента, то есть вероятность дефолта принимается равной 100%.

10 Анализ уровня возмещения индивидуальных активов

Как было сказано в подп. 5.1, качество анализируемого ОКН влияет на его стоимость. Для определения уровней возмещения по индивидуальным активам Агентство анализирует рыночную стоимость ОКН, а также осуществляет ПСП-анализ для расчета ликвидационной стоимости ОКН.

10.1. Анализ качества ОКН

Помимо влияния на привлекательность объекта для арендаторов и, соответственно, на ВНОАр, характеристики ОКН оказывают непосредственное воздействие на стоимость объекта. В связи с этим АКРА также использует результаты ПСП-анализа, описанного в подп. 9.3, для определения поправок к отправной стоимости ОКН.

Для отдельной оценки влияния характеристик ОКН на ВНОАр и на СЛС Агентство проводит ПСП-анализ стоимости ОКН либо по несколько иному набору характеристик по сравнению с анализом ВНОАр, либо по тем же характеристикам, но с другими приоритетными значениями для них. В частности, если при проведении ПСП-анализа для определения величины корректировки к ВНОАр больший вес присваивается характеристикам, связанным с текущей эксплуатацией ОКН (например, местоположение, качество управления объектом), то при оценке

поправок к стоимости большой приоритет имеют капитальные характеристики ОКН (капитальные вложения, реновации, планировка и т. д.).

10.2. Анализ рыночной цены ОКН

В качестве базовой стоимости ОКН, которая в ходе ПСП-анализа подвергается стресс-корректировкам для определения уровня возмещения, АКРА использует рыночную стоимость ОКН. Как правило, АКРА использует оценку рыночной стоимости, определенную независимым профессиональным оценщиком, имеющим существенный опыт по оценке ОКН. АКРА может использовать данные отчетов об оценке с учетом собственных экспертных корректировок и допущений. При проверке адекватности сторонних оценок стоимости ОКН Агентство принимает во внимание соответствие деятельности оценщика российскому законодательству, наличие у него опыта работы с аналогичными объектами, репутационную составляющую.

В зависимости от типа объекта, его состояния, возраста или времени с момента последней реновации/капитального ремонта АКРА может использовать в качестве базовой стоимости объекта цену, определенную на основании **доходного** или **затратного методов**.

Доходный метод определения стоимости объекта базируется на ожиданиях потенциального покупателя-инвестора относительно будущих доходов от использования ОКН и на текущем выражении данных ожиданий в определенной денежной сумме. Цена объекта на дату оценки равна текущей стоимости будущих доходов, которые могут быть получены владельцем после завершения строительства, реконструкции и сдачи объекта в аренду или размещения на его территории доходного бизнеса. Выгода от владения собственностью включает право получать все доходы во время владения ОКН, а также доход от продажи ОКН после окончания срока владения.

Ключевым фактором стоимости ОКН по доходному методу является его способность генерировать денежный поток, поэтому АКРА принимает оценку стоимости ОКН на основании данного подхода, если анализируемый ОКН:

- имеет достаточный, по мнению Агентства, потенциал для генерирования потока арендных платежей, а также
- находится в хорошем состоянии (был недавно построен, отремонтирован, проводятся регулярные капитальные ремонтные работы).

Затратный (расходный) метод подразумевает, что справедливая стоимость оцениваемого ОКН определяется затратами, необходимыми для создания его точной копии на текущий момент времени или для воспроизведения его потребительских свойств. Согласно затратному подходу общая стоимость ОКН определяется как сумма стоимости участка земли и восстановительной стоимости объекта, то есть стоимости замещения или воспроизводства объекта недвижимости за вычетом накопленного износа.

Данный подход применяется, когда существует возможность заменить объект оценки другим объектом, который либо является точной копией первого, либо имеет аналогичные свойства, положительно влияющие на величину его стоимости.

АКРА применяет данный подход, если:

- анализируемый объект является ветхим;
- АКРА считает, что прогнозирование потока арендных платежей, генерируемого анализируемым объектом, представляется сложным;
- альтернативное использование ОКН, по мнению АКРА, является более эффективным.

10.3. Влияние качества ОКН на уровень возмещения

Для вычисления величины возмещения, получаемого в случае наложения взыскания на ОКН при неисполнении обязательств по КИЦБ или активу, входящему в портфель обеспечения, АКРА определяет стресс-стоимость ОКН, рассчитываемую на основании базовой стоимости, скорректированной в сторону уменьшения в размере, установленном по результатам проведения ПСП-анализа ОКН. Дополнительно АКРА применяет минимальную корректировку стоимости ОКН, не зависящую от прочих корректировок и характеристик ОКН и отражающую риски, связанные с процессом оценки ОКН и влиянием внешних факторов на оценочную стоимость. Размер стресс-корректировки устанавливается по результатам проведения ПСП-анализа и определения качества ОКН.

Таким образом, АКРА определяет стресс-стоимость ОКН в соответствии со следующей формулой:

Стресс-стоимость ОКН = базовая стоимость * минимальная корректировка * (корректировка в зависимости от целевого кредитного рейтинга * корректировка по результатам ПСП-анализа).

Стресс-стоимость ОКН отражает ожидания АКРА относительно минимальной стоимости ОКН в любой момент времени в течение всей жизни сделки.

Для определения величины суммарной корректировки АКРА может учитывать предположения относительно скорости продажи ОКН при взыскании. В этом случае АКРА учитывает ограничения, накладываемые структурой сделки, в частности, интервалом времени между сроком погашения обязательств по активам, составляющим секьюритизируемый портфель, и юридическим сроком погашения КИЦБ. Чем меньше этот временной интервал, тем меньше срок, отводимый на реализацию залогового имущества в случае неисполнения обязательств по активам в конце сделки, соответственно, тем больше дисконт, который может применяться к стоимости ОКН непосредственно при реализации.

11 Анализ внешних факторов, влияющих на величину потерь по портфелю активов

АКРА учитывает влияние внешних факторов на отдельные составляющие модели. Например, в случае наблюдения неблагоприятной динамики на рынке недвижимости или негативных макроэкономических факторов возможно применение дополнительных стресс-корректировок в отношении стоимости ОКН, базовых предположений по кредитному рейтингу пула арендаторов или стресс-корректировок ВНОАр, а также применение корректировок к номинальной величине портфеля аренды (что отражает негативное ожидание по уровням вакантных площадей и/или арендным ставкам). Анализ может производиться с использованием заключений специализированных компаний и прогнозов профильных аналитиков АКРА.

Анализ внешних факторов, проводимый АКРА, включает в себя:

1. Анализ рынка недвижимости:

- объем рынка коммерческой недвижимости на уровнях региона, города и района, количество сделок купли-продажи ОКН, объемы спроса, предложения и инвестиций;
- диверсификация по качеству (с учетом классов), количеству, площадям предлагаемых в аренду ОКН;
- уровень спроса, динамика вакантных площадей, общие тенденции (например, смещение спроса с одного класса недвижимости на другой и т. п.);
- усредненные характеристики арендных контрактов (ставки аренды, сроки, прочие условия);
- локальная конкуренция и позиционирование анализируемого объекта относительно аналогичных и/или конкурирующих объектов.

2. Анализ экономических факторов:

- макроэкономические показатели на уровне страны и региона (динамика ВВП, инфляция, ВРП);
- социально-экономические факторы;
- отраслевая динамика.

11.1. Корреляция активов в портфеле

При расчете ожидаемых потерь по портфелям активов с использованием моделей, построенных на основе метода Монте-Карло (например, с помощью модуля ГРАСП-МК), АКРА учитывает корреляцию между каждой парой активов в портфеле. Например, корреляция между двумя активами в портфеле обязательств корпоративных заемщиков зависит от следующих факторов:

- базовый уровень корреляции (зависит от рейтинга или рейтинговой оценки активов);
- внутриотраслевая корреляция (оба актива относятся к одной отрасли);
- внутрирегиональная корреляция (оба актива относятся к одному региону).

Применительно к сделкам по эмиссии КИЦБ, в зависимости от типа сделки и ее структурных элементов, Агентство может учитывать корреляцию между арендаторами ОКН, между заемщиками или между заемщиками и арендаторам одновременно.

11.1.1. Базовый уровень корреляции

АКРА предполагает, что базовая корреляция между любыми двумя активами, которым был присвоен кредитный рейтинг A+(ru.sf) или выше, составляет 5 п. п., а базовая корреляция между любыми двумя активами, которым был присвоен кредитный рейтинг ниже A+(ru.sf), находится на уровне 3 п. п. Если в паре анализируемых активов присутствуют кредитные рейтинги как выше, так и ниже уровня A+(ru.sf), корреляция в паре определяется как геометрическое среднее значение корреляции двух активов. Например, базовая корреляция между активами с кредитными рейтингами AA+(ru.sf) и BBB-(ru.sf) составляет $3,87\% = \sqrt{5 \text{ п. п.}} * \sqrt{3 \text{ п. п.}}$.

11.1.2. Внутриотраслевая корреляция

АКРА использует следующие внутриотраслевые веса корреляции для пары активов, относящихся к одной отрасли, но находящихся в разных регионах:

- +12 п. п. — для отраслей с повышенной внутриотраслевой корреляцией;
- +6 п. п. — для отраслей со стандартной внутриотраслевой корреляцией.

Наиболее существенное влияние внутриотраслевая корреляция оказывает, например, на:

- сделки по выпуску КИЦБ, которые подразумевают использование рисков заемщиков в качестве ключевого фактора рейтингового анализа, поскольку заемщики с большой долей вероятности будут относиться к одной и той же отрасли;
- сделки, обеспеченные узкоспециализированными ОКН, привлекательными для определенного класса арендаторов.

В этом случае возможно проявление сверхконцентрации в рамках одной отрасли (более 10% портфеля), в связи с чем АКРА может применять дополнительные стресс-корректировки к уровню корреляции.

11.1.3. Внутрорегиональная корреляция

Для анализа внутрорегиональной корреляции пар активов, относящихся к одной отрасли и находящихся в одном регионе, АКРА группирует отрасли по степени их зависимости от внутрорегиональной динамики:

- отрасли с высокой региональной зависимостью;
- отрасли со стандартной региональной зависимостью.

Наибольшее влияние внутрорегиональная корреляция имеет в сделках, в рамках которых анализируются ПАК разной степени диверсификации, относящиеся к одному или нескольким ОКН.

Таблица 2. Региональная корреляция отраслей

Степень внутривнутриотраслевой корреляции	Стандартная	Высокая
Стандартная	9 п. п.	14 п. п.
Высокая	12 п. п.	17 п. п.

Ограничение ответственности

(С) 2019

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 предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: 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. 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.