Александра ВЕРОЛАЙНЕН,
управляющий
директор по рейтингам
структурированного
финансирования,
«Эксперт РА»

Павел КАШИЦЫН,
директор по рейтингам
структурированного
финансирования,
«Эксперт РА»

Многотраншевая секьюритизация: как оценить финансовый результат сделки

Оценка денежных потоков по сделке многотраншевой секьюритизации может представлять сложность как для оригинатора при планировании выпуска, так и для инвестора при анализе привлекательности вложений. Точность предпосылок напрямую влияет на финансовый результат для всех участников сделки.

Для корректных расчетов нужно учесть множество нюансов: факторы, влияющие на денежные поступления по портфелю базовых активов, структуру обязательств эмитента, правила распределения денежных средств в водопаде платежей с учетом различных триггеров. Далее рассмотрим эти основные аспекты, которые следует принимать во внимание при оценке денежных потоков по облигационным выпускам многотраншевой секьюритизации, и существующие вспомогательные инструменты.

ПОСТУПЛЕНИЯ ОТ ПОРТФЕЛЯ

На первоначальном этапе требуется задать корректные предпосылки по формированию входящих денежных потоков по портфелю базовых активов. Их динамика зависит от нескольких факторов.

1. Скорость и тип досрочного погашения

Одной из ключевых особенностей облигаций, выпущенных в рамках секьюритизации гранулированных активов, является риск изменения скорости амортизации, которая зависит от досрочных погашений кредитов в обеспечении.

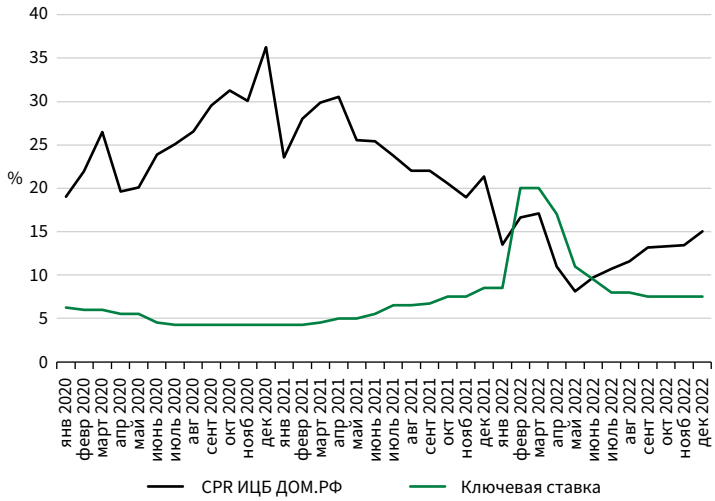


Рисунок 1
Динамика средневзвешенного месячного CPR по ипотечному покрытию выпусков ипотечных ценных бумаг с поручительством ДОМ.РФ за 2020–2022 годы

Источник:
«Эксперт РА», по данным сайта ИЦБ.ДОМ.РФ

Изменения рыночных ставок и темпа досрочного погашения (CPR[1], Рисунок 1) имеют обратную зависимость. При росте ставок у заемщиков снижается стимул производить досрочные погашения по причине как отсутствия выгодных предложений по рефинансированию, так и большей привлекательности сбережений по сравнению с досрочным погашением кредитов. Для инвесторов же снижение скорости амортизации при высоких рыночных ставках означает потери от уменьшения объема доступных средств к инвестированию с более высокой доходностью.

Инвесторы могут оценивать вероятность изменения дюрации и соответственно повышенный процентный риск около 50 б.п. в дополнение к уровню G-спреда облигаций с фиксированным графиком амортизации и аналогичным кредитным риском.

Кроме того, срочность и объем платежей зависят не только от уровня досрочного погашения, но и от его типа. Существует два основных варианта пересчета планового графика при внесении досрочных платежей: уменьшение размера ежемесячного платежа при неизменности плановой даты погашения базового актива и изменение плановой даты погашения базовых активов без изменения суммы планового ежемесячного платежа. При одном и том же темпе досрочных погашений во втором случае портфель базовых активов амортизируется быстрее, что приводит к более раннему погашению облигаций. Таким образом, при анализе нужно определить структуру досрочного погашения портфеля, разбив базовые активы на сегменты с соответствующим типом изменения планового графика при внесении досрочных платежей.

На сегодняшний день значимый объем исторической статистики для оценки интенсивности досрочного погашения и его структуры раскрывается только по ипотечным кредитам ДОМ.РФ и Банком России. Сложность оценки неипотечных сделок заключается в отсутствии подобных публичных данных, расчеты возможны только на основании данных самого оригинатора. Для рыночного инвестора доступ к такой статистике, как правило, ограничен. Единственными ее источниками служат презентация эмитента перед размещением и пресс-релизы рейтинговых агентств.

2. Уровень дефолтности

Уровень ожидаемой дефолтности портфеля базовых активов обычно за-

[1] CPR (Conditional Prepayment Rate) — это доля от основного долга актива, которая досрочно выплачивается за каждый период (обычно месяц), выраженная в процентах годовых.

дается показателем CDR[1]. В отличие от уровня просроченной задолженности в портфеле, который характеризует накопленный к текущей дате объем проблемных активов в портфеле, показатель CDR отражает интенсивность возникновения новых дефолтов за определенный период. Для целей моделирования под дефолтом следует понимать те активы, которые впоследствии не генерируют самостоятельно денежный поток и по которым возможно лишь взыскание залога при его наличии.

Публично доступна только подробная статистика CDR по ипотечным покрытиям облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации. Тем не менее Банк России в обзорах финансовой стабильности раскрывает некоторые усредненные по рынку данные, характеризующие уровень кредитных рисков по необеспеченным кредитам физическим лицам и кредитам субъектам МСП. Наиболее корректным источником информации остаются винтажные данные оригинатора по выходу в просрочку секьюритизируемого кредитного продукта, которые, как правило, доступны только рейтинговым агентствам.

Ключевыми вводными для построения денежного потока при оценке возмещения потерь по обеспеченным дефолтным кредитам являются срок с момента наступления дефолта до момента реализации обеспечения и дисконт к рыночной стоимости залога, включающий также издержки по взысканию (обычно 3–10 % от стоимости залога). При оценке стоимости продажи жилой недвижимости можно руководствоваться публичными данными ДОМ.РФ, агрегаторов объявлений, информацией о средней стоимости 1 кв. м жилья в различных регионах РФ, публикуемой Росстатом, а также, безусловно, статистикой по взысканию оригинатора. Срок возмещения потерь задается экспертно на основании рыночной практики и обычно варьируется в пределах 1–3 лет.

[1] CDR (Constant Default Rate) — это доля новых базовых активов, вышедших в дефолт за каждый период (обычно месяц), выраженная в процентах годовых.

3. Объем выкупа дефолтных активов оригинатором

В сделке обычно предусматривается возможность выкупа дефолтных кредитов оригинатором, если он исполняет функции сервисного агента. В определенных случаях к дефолтным могут также относиться активы, по которым заемщиком направлена заявка на реструктуризацию. Обратный выкуп таких кредитов позволяет оригинаторам более оперативно проводить реструктуризации и взыскание задолженности на своем балансе. Следует отметить, что для сделок многотраншевой секьюритизации право выкупа дефолтных активов не является обязанностью оригинатора, так как в этом случае юридически может быть нарушен принцип true sale[2]. Тем не менее сделка структурируется таким образом, чтобы мотивировать оригинатора поддерживать высокое кредитное качество портфеля базовых активов:

- дефолтные активы резервируются за счет процентных поступлений, что уменьшает плавающий доход оригинатора по младшему долгу;
- в случае нарушения триггеров по объему или доле дефолтных активов возможно изменение водопада платежей, что может приводить к сокращению сроков погашения по старшему долгу и отсутствию поступлений по младшему долгу.

Для корректного расчета финансового результата сделки при моделировании необходимо учитывать возможность выкупа оригинатором на свой баланс определенной доли дефолтов. В то же время в рамках рейтингового процесса агентства, оценивая кредитные риски сделки, обычно исходят из консервативной предпосылки, что оригинатор не будет реализовывать право по выкупу дефолтных активов на свой баланс, и моделируют способность портфеля самостоятельно обслуживать обязательства.

[2] True sale — применительно к секьюритизации означает действительность сделки по передаче активов от оригинатора на баланс специализированного эмитента, исключающая возможность взыскания активов по обязательствам оригинатора.

4. Наличие револьверного периода

В сделках секьюритизации неипотечных активов, ожидаемый срок погашения которых составляет менее трех лет, часто предусматривается револьверный период, который увеличивает срочность привлекаемого фондирования оригинатором в рамках секьюритизации. В течение этого периода на средства, поступившие по основному долгу от портфеля базовых активов, эмитент периодически выкупает у оригинатора новые активы.

В сделках с револьверным периодом моделирование усложняется из-за возможного ухудшения качества портфеля и изменения его доходности и профиля погашения за счет пополнения новыми кредитами. Для снижения этих рисков в эмиссионной документации обычно фиксируются критерии для новых активов, разрешенных к покупке. Указанные критерии на уровне отдельных активов обычно устанавливают нижний порог процентной ставки, его максимальную срочность, минимальную выдержку, нижнюю границу покрытия долга обеспечением. Кредитное качество дополнительно регулируется требованиями к исторической платежной дисциплине, уровнем покрытия долга доходами. Соблюдение критериев для новых активов обычно контролируется независимым представителем владельцев облигаций.

Кроме того, револьверный период может прерываться при нарушении определенных триггеров, связанных с кредитным качеством и доходностью портфеля. Триггеры позволяют ускорить погашение старших обязательств эмитента за счет изменения структуры водопада платежей в случае повышения кредитных рисков по сделке. Несмотря на то что наличие револьвера призвано повысить предсказуемость срочности инструмента, на практике вариативность структуры портфеля и дополнительная неопределенность, связанная со способностью оригинатора поддерживать входящий поток новых кредитов, соответствующих критериям, не допуская его досрочное прекращение, создают основания для требований инвесторами повышенной доходности в револьверных сделках.

Все перечисленные факторы влияют на объем ожидаемых поступлений по портфелю. В сделке многотраншевой секьюритизации обычно предусматриваются разные водопады распределения поступивших платежей по процентам и основному долгу, поэтому следует учитывать их классификацию при агрегировании сумм.

ТИПОВАЯ СТРУКТУРА ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ЭМИТЕНТА

Помимо разделения рисков оригинатора и эмитента облигаций — покупателя портфеля, в сделках секьюритизации используется набор кредитных усилений, которые позволяют выпуску получить высокое кредитное качество:

1. Субординация обязательств эмитента

Покупка портфеля активов эмитентом осуществляется за счет выпуска старших облигаций, размещаемых среди инвесторов, и младшего долга в форме облигаций или кредита, предоставляемого оригинатором (Рисунок 2). Таким образом, перепокрытие старших обязательств портфелем базовых активов обеспечивает возможность полностью их погасить даже при реализации активов с дисконтом. На практике в выпусках с наивысшим рейтингом старшего транша объем младшего долга в зависимости от типа секьюритизируемых активов варьируется в диапазоне около 10–35% от портфеля:

- около 10% — классическая ипотека;
- около 20–25% — потребительские кредиты без обеспечения;
- около 25–35% — кредиты малому и среднему бизнесу.

Субординация обязательств обеспечивается разной очередностью обслуживания. Старшие обязательства, включающие также инфраструктурные расходы эмитента, погашаются в первую очередь из поступлений по активам. Исполнение обязательств эмитента по младшему долгу и займам, которые предоставляет оригинатор на формирование резервного фонда и оплату первоначальных расходов по сделке, происходит в очереди после погашения старших обязательств.

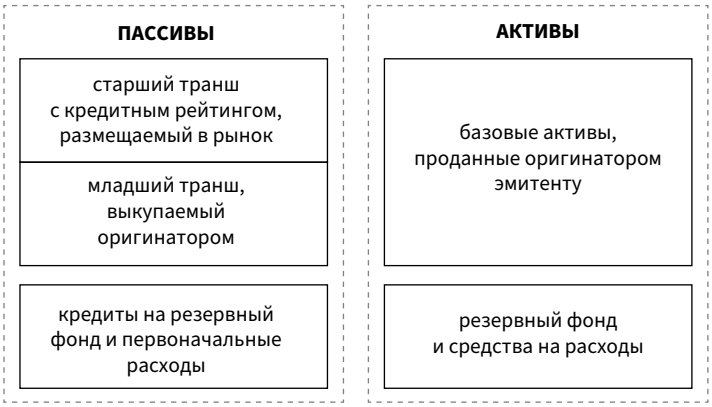


Рисунок 2
Типовая структура баланса эмитента в сделках двухтраншевой секьюритизации
Источник: «Эксперт РА»

2. Нефиксированный график погашения номинала старшего долга

Из-за переменного графика поступления платежей по базовым активам график погашения номинала старшего долга эмитента, как правило, является нефиксированным. Это оставляет определенную гибкость в обслуживании старших обязательств эмитентом. При этом обычно выплаты по купонам являются фиксированными.

3. Избыточный процентный спрэд

Выпущенные облигации в большинстве случаев имеют более низкую доходность, чем базовые активы, которыми они обеспечены. Однако при увеличении размера младшего долга могут быть секьюритизированы и активы с более низкими ставками, чем купон по облигациям. Положительная разница процентных доходов и старших расходов на старте сделки создает дополнительное кредитное усиление, поскольку процентные поступления, как правило, используются для резервирования дефолтов по кредитам в портфеле. Разница между средневзвешенной ставкой портфеля базовых активов и ставкой купона по старшему долгу может находиться в широком диапазоне в зависимости от типа актива и аппетита инвесторов к доходности по облигациям.

Положительный спрэд также важен для компенсации возможного роста инфраструктурных расходов эмитента в период обращения облигаций. Для выпусков с первоначальным номиналом от 5 млрд рублей объем первоначальных расходов обычно составляет от 0.3% объема секьюритизируемого портфеля и от 0.2% ежегодно на поддержание выпуска в обращении. Рост инфраструктурных затрат в течение обращения инструмента может быть связан, например, с регулярной индексацией стоимости услуг или экстраординарными расходами в связи с заменой сервисного агента или банка счета.

Следует также учитывать, что процентная ставка по портфелю базовых активов обычно снижается в течение его жизни, поскольку более высокодоходные кредиты погашаются быстрее, что ведет к ослаблению эффекта кредитного усиления положительного спрэда. Также есть риск снижения средневзвешенной ставки портфеля в револьверных сделках при появлении новых активов в портфеле, однако он обычно частично закрывается установлением в эмиссионной документации нижней границы для ставок новых активов, а также триггером на нижнюю границу средневзвешенной ставки всего портфеля.

4. Наличие резервного фонда

В сделке, как правило, предусматривается наличие резервного фонда, который формируется за счет кредита оригинатора. Целью формирования фонда является создание дополнительной подушки ликвидности на случай задержки поступления платежей от портфеля

из-за смены сервисного агента. Резервный счет эмитента обычно является залоговым и находится в банке с высоким кредитным рейтингом, как правило, не ниже ruAA. Размер резервного фонда на практике устанавливается таким, чтобы эмитент мог за счет него погашать старшие обязательства в течение 6 месяцев, в том числе купон по старшему долгу и инфраструктурные расходы. Этого периода, как правило, достаточно для замены сервисного агента или иных инфраструктурных участников в случае их дефолта.

ВОДОПАДЫ ПЛАТЕЖЕЙ

Отсутствие фиксированного графика погашения номинала облигаций и субординация требований предполагают погашение обязательств эмитента в виде водопада платежей, последовательность которого раскрывается для инвесторов в эмиссионной документации.

На практике в сделке обычно присутствует два последовательных водопада платежей (Рисунок 3) с индивидуальными правилами распределения поступлений:

1) водопад процентных поступлений, из которых в том числе погашаются операционные расходы, купон по старшему траншу и младшие обязательства;

2) водопад поступлений по основному долгу, из которых в том числе погашается номинал старшего транша, а также происходит покупка базовых активов в течение револьверного периода при его наличии.

Взаимная поддержка двух водопадов платежей является одним из основных кредитных усилений и позволяет своевременно погашать обязательства эмитента с учетом их приоритета даже в стрессовых сценариях. Новые дефолтные базовые активы обычно резервируются на полную сумму задолженности путем реклассификации поступлений по процентам в поступления по основному долгу, который затем направляется либо на покупку новых качественных активов в течение револьверного периода, либо на амортизацию выпущенных облигаций. Такой механизм в определенной степени нейтрализует появление дефолтов за счет увеличения доли качественных активов или более быстрого погашения долга эмитента. Кроме того, в течение срока обращения облигаций в случае нехватки процентных платежей на оплату купона по старшему траншу или инфраструктурных расходов используются поступления по основному долгу.

Обычно младший транш не амортизируется за счет поступлений в счет погашения основного долга базовых активов до момента полного погашения

Рисунок 3
Структура водопадов платежей по сделкам двухтраншевой секьюритизации
Источник: «Эксперт РА»

старшего транша, что увеличивает его долю в структуре пассивов эмитента и снижает риск потерь в конце сделки, когда вырастет доля инфраструктурных расходов и ухудшается кредитное качество портфеля активов.

Вместе с тем у оригинатора есть несколько опций по использованию процентных поступлений на обслуживание младших обязательств, которые влияют на его финансовый результат.

1. Остаток процентных платежей в водопаде распределяется на плавающий процентный доход по младшему долгу, а тело младшего долга погашается в конце после полного погашения старшего транша. В этом случае у оригинатора в течение сделки будет возникать налогооблагаемый доход, а в конце сделки при ее закрытии возможен убыток при погашении тела младшего долга, если он будет погашаться только за счет поступлений по основному долгу портфеля базовых активов.

2. Остаток процентных платежей в водопаде распределяется на амортизацию тела младшего долга, а процентный доход выплачивается только после полного его погашения.

3. Остаток процентных платежей в водопаде распределяется на амортизацию тела младшего долга и выплату процентного дохода в некой пропорции.

Различный приоритет погашения младших обязательств из остатка процентных поступлений не влияет на кредитные риски инвесторов старшего транша, но может снизить риск потерь при закрытии сделки для оригинатора во втором варианте, когда происходит более быстрое погашение тела младшего долга. В то же время в первом случае оригинатор будет быстрее получать доход от сделки. На практике оригинатор обычно использует третий вариант, таким образом, выбирая нечто среднее между снижением кредитных рисков и более ранним получением дохода по сделке.

ДОСТУПНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНЫХ РАСЧЕТОВ

Несмотря на ограниченную доступность информации для формирования предпосылок для моделирования сделок секьюритизации с различными типами активов, на рынке есть инструменты, которые помогают участникам осуществлять самостоятельные расчеты.

1. Калькулятор ицб.дом.рф — инструмент ориентирован на инвесторов и позволяет оценить инвестиционные характеристики на основе детальных данных выпусков однотраншевых ипотечных ценных бумаг с поручительством ДОМ.РФ. Доступ предоставляется на сайте ицб.дом.рф.

2. Конструктор сделок секьюритизации, разработанный компанией «Эксперт Бизнес-Решения» — комплексный продукт для оценки сделки на подготовительной стадии, который включает прогнозные отчетные формы эмитента и оригинатора (CF, PL, BS) и оценку экономики сделки (эффективная стоимость фондирования, уровень операционных расходов, ставка внутренней доходности сделки для оригинатора и другие) на основе усредненных параметров портфеля и структуры будущего выпуска.

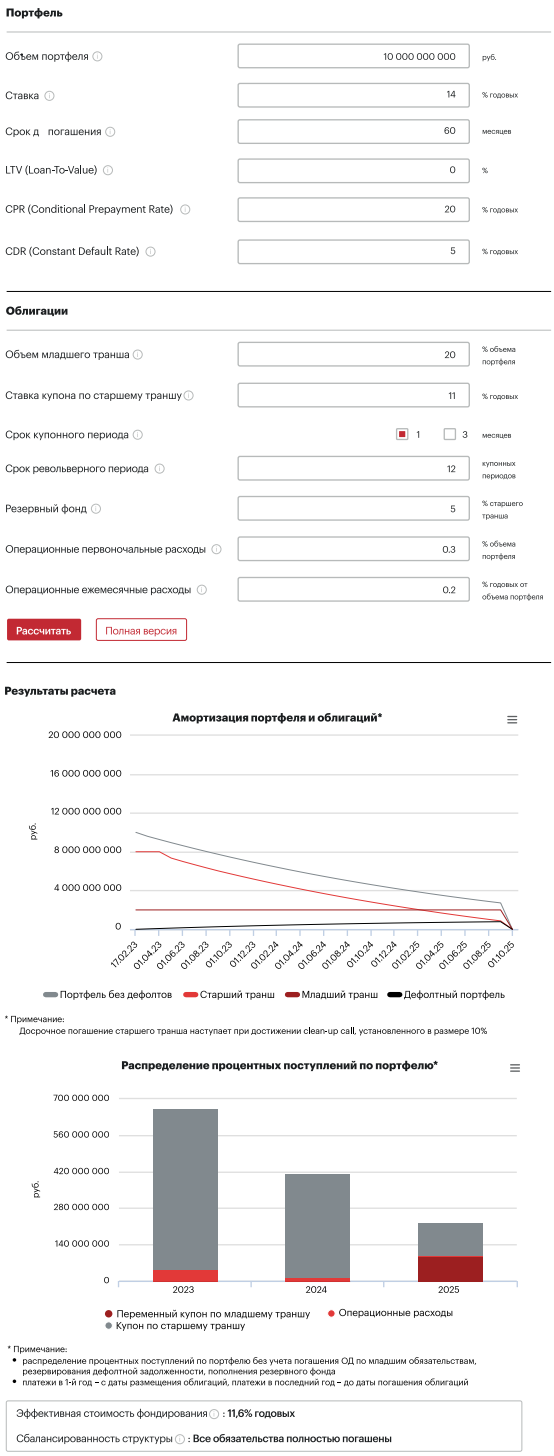
Конструктор сделок секьюритизации, разработанный компанией «Эксперт Бизнес-Решения», позволяет оригинаторам провести оценку эффективности сделки секьюритизации и оценить влияние на отчетность и нормативы, помогает разработать структуру и определить критерии для отбора портфеля базовых активов. Безусловным плюсом продукта является портфельный уровень анализа, не требующий дорогостоящей отладки выгрузки покредитного реестра. Продукт ориентирован на анализ однородных портфелей ипотечных кредитов, автокредитов, потребительских кредитов и прав требований к МСП.

Также существует веб-версия Конструктора сделок, доступная зарегистрированным пользователям сайта, которая представляет собой упрощенную версию Конструктора секьюритизации, позволяющую проанализировать на основании агрегированных данных портфеля и базовых параметров сделки:

- динамику амортизации портфеля базовых активов и выпущенных облигаций;
- распределение процентных поступлений;

Рисунок 4
Веб-версия Конструктора секьюритизации

Источник: «Эксперт Бизнес-Решения», https://expert-business.ru/services_and_research/constructor_demo



• сбалансированность сделки секьюритизации, то есть ее устойчивость к дефолту по старшим и младшим обязательствам эмитента;

• эффективную стоимость фондирования выпуска с учетом инфраструктурных расходов.

В веб-конструкторе можно самостоятельно анализировать неограниченное количество сценариев, меняя значения ключевых вводных параметров. По сравнению с офлайн-версией, онлайн-модель имеет меньшую гибкость в логике водопадов и более сжатое представление итоговых данных без развернутых табличных отчетных форм (Рисунок 4).

Несмотря на появление вспомогательных инструментов для самостоятельного моделирования сделок, ограничением для рынка секьюритизации все еще является недостаточная информационная прозрачность. Отсутствие детальных публичных данных для прогнозирования характеристик неипотечных активов повышает модельные риски многотраншевых сделок секьюритизации. Кроме того, оригинаторы в большинстве случаев не раскрывают публично отчеты сервисных агентов по размещенным выпускам в машиночитаемом формате для портфельного анализа. Создание репозитария данных по неипотечным сделкам, стандартизация раскрытия портфельной отчетности, разработка ценовой конвенции и внедрение ее в торговые терминалы по аналогии с ипотечными ценными бумагами с поручительством ДОМ.РФ способствовали бы повышению прозрачности инструментов и заинтересованности инвесторов в облигациях в рамках сделок секьюритизации.