Секьюритизация потребительских кредитов: опыт реализации, проблемы и перспективы

Максим ТИМОШЕНКО,

вице-президент,
начальник управления
международных операций банка
«Русский Стандарт»

Окончил Государственный Университет — Высшую Школу Экономики. В банке «Русский Стандарт» в сферу его обязанностей входит привлечение средств на международных рынках капитала, в частности, реализация проектов по секьюритизации активов. Среди завершенных проектов: две сделки по секьюритизации потребительских кредитов, три сделки по секьюритизации автокредитов, сделка по секьюритизации кредитных карт с использованием структуры мастер-траста.

Прежде всего, зачем нужна секьюритизация? Когда мы запускали свои первые секьюритизационные проекты (об одном из них, секьюритизации потребительских кредитов банка «Русский Стандарт» (Russian Consumer Finance N.1), я далее расскажу более подробно), ответ на этот вопрос звучал достаточно просто: чтобы найти новые источники привлечения средств за счет выпуска ценных бумаг с рейтингом выше, чем у банка-оригинатора. Другими словами, цель секьюритизации — получить совершенно новую базу инвесторов, тех инвесторов, которые не хотят или не могут инвестировать в рейтинг ниже инвестиционного. И это игра вдолгую. В полной мере эффект от секьюритизаций раскрывается после того, как вы разместили несколько транзакций, «приучили» инвесторов к своим активам, доказали свою состоятельность не только как оригинатор активов, но и как их сервисер.

На момент запуска своей первой публичной сделки (март 2006 года) по секьюритизации потребительских кредитов у банка «Русский Стандарт» уже была кредитная история на международных рынках капитала в виде нескольких размещенных выпусков еврооблигаций и синдицированных кредитов, однако для выхода на новый рынок — рынок обеспеченного долга — потребовалось найти решения для многих вопросов, с которыми банку не приходилось сталкиваться ранее. Кроме того, необходимо принимать во внимание, что на тот момент это была первая публичная сделка по секьюритизации российских потребительских кредитов, поэтому на рынок выводилось не просто новое имя, но также и новая юрисдикция, что потребовало дополнительных времени и усилий для убеждения инвесторов в возможности реализации секьюритизации российских активов.

Все это вместе с полученным рейтингом позволило разместить облигации со значительной переподпиской среди широкого круга инвесторов, многие из которых не инвестировали ранее в долговые инструменты банка «Русский Стандарт». При этом спред по бумагам старшего класса был как минимум в два раза ниже, чем спреды на тот момент по необеспеченным долговым инструментам банка на сопоставимый срок.

Из приведенной ниже таблицы видно, что рейтинг, присвоенный старшим облигациям класса А, на несколько ступеней выше, чем корпоративный рейтинг банка «Русский Стандарт» (Ba2/BB- по Moody's/S&P).

Остановимся на основных вопросах и проблемах, с которыми мы столкнулись при реализации сделки и с которыми, вероятно, может столкнуться потенциальный эмитент секьюритизационных ценных бумаг.

Рейтинг прежде всего. Я уже упомянул о ключевой роли рейтинга для потенциальных инвесторов. Остановимся на этой теме более подробно. Сопутствующий любой сделке секьюритизации рейтинговый процесс — достаточно сложное и трудоемкое мероприятие. Оно включает несколько различных этапов от due diligence до финального рейтингового комитета. Решение аналитиков основывается на информации, которую они получают от оригинатора активов, поэтому к качеству и количеству информации предъявляются особые требования.

Существует минимальный «джентльменский набор» исторической информации, которую необходимо иметь. В частности, это информация по различным уровням просрочек, дефолту, погашениям с разбивкой на досрочные погашения, погашения основного долга, процентов, других доходов, таких как, например, комиссий и так далее. При этом необходимо выделить погашения по кредитам, которые классифицированы как дефолтные. Кроме того, вся вышеперечисленная информация готовится на «винтажной» основе, то есть по поколениям выдач кредитов, что позволяет проанализировать поведение каждого поколения и оценить его «вклад» в поведения пула кредитов в целом.

От комитета к комитету аналитики рейтинговых агентств будут запрашивать все новые и новые детали, поэтому чем полнее и точнее будет информация, тем более оптимальная модель потоков платежей будет построена, а это в конечном счете приведет к наиболее оптимальному траншингу секьюритизационных бумаг. Если информации недостаточно или уровень ее детализации низок, рейтинговые агентства будут исходить из наиболее консервативных предположений, что сыграет не в пользу оригинатора. Таким образом, уже с момента запуска ритейлового бизнеса очень важно заранее озаботиться достаточностью и полнотой информации в системах оригинатора, а также скоростью ее получения при соответствующем запросе. Необходимо помнить, что вся предоставляемая информация, в том числе и историческая, будет проаудирована, поэтому необходимо не только извлечь ее, но и показать, из каких источников она получена и как они функционируют.

Последний вопрос состоит в том, сколько рейтинговых агентств необходимо нанять. Здесь стоит принять во внимание совет организаторов сделки и оценить размер их вознаграждения и свои трудозатраты. Следует учесть, что у каждого

«Русский Стандарт» (Ba2/BB- по Moody's/S&P)

Класс Нот	Сумма (млн. евро)	Moody's/ S&P	Срок обращения (лет)	Погашение	Купон
A1	228.3	Baa2/BBB	3	2009	1м Euribor + 1,65%
A2	39.3	Ba2/BB-	3	2009	1м Euribor + 3,50%
B	32.4	Ba2/BB-	3	2009	1м Euribor + 3,25%

рейтингового агентства существует своя методика, свои требования к информации, свои юридические консультанты и так далее. Однако, как показала наша практика, в конечном итоге, получая два или даже три рейтинга, вы обеспечиваете дополнительный комфорт инвесторам, что сказывается на итогах размещения выпуска, его ликвидности. Поэтому банк «Русский Стандарт» в своих публичных транзакциях получает как минимум два рейтинга.

СТРУКТУРА СДЕЛКИ

Эффективность секьюритизации складывается не только из размера купона, который вы платите по облигациям. В расчет также необходимо принимать и фиксированные затраты на организацию и поддержание структуры — оплату услуг аудиторов, юристов, рейтинговых агентств, комиссию организаторам, контракты с провайдерами различных услуг и так далее, — которые в секьюритизациях традиционно высоки. Поэтому всегда необходимо определиться, какую структуру избрать — статическую или револьверную. В первом случае амортизация пула происходит на следующий день после секьюритизации, и средства от погашения направляются на амортизацию облигаций, а во втором пул не амортизируется на протяжении определенного времени путем осуществления дополнительных продаж активов. Револьверная структура является более сложной и накладывает на оригинатора дополнительные обязательства. Однако она более эффективна с точки зрения управления затратами, так как средний срок жизни облигаций в револьверных структурах больше, что позволяет существенным образом «размыть» фиксированные расходы. С целью оптимизации затрат банк «Русский Стандарт» использовал револьверные структуры в секьюритизационных транзакциях.

Изучив структуру сделки, можно увидеть, что в ней учавствует множество контрагентов — от организаторов транзакции до поставщиков корпоративных услуг. Каждый играет свою роль со своими правами, обязанностями и интересами. Опуская общеизвестные факты, мне бы хотелось остановиться на некоторых нюансах общения с ними.

ОРГАНИЗАТОРЫ СДЕЛКИ

Как показывает практика, всегда полезно иметь несколько организаторов сделки. Это позволяет искусственно создать конкуренцию между ними при размещении бумаг и тем самым оптимизировать итоги размещения как по цене, так и по охвату инвесторов. Всегда лучше, когда на вас работает две сейлз-команды вместо одной. Наличие нескольких организаторов также позволяет сравнить точки зрения на тот или иной аспект или структурный элемент выпуска. Тем не менее, крайне полезно распределить роли между организаторами заранее и зафиксировать это в мандате. В противном случае при реализации сделки возможны трения между организаторами, и вам придется выступать третейским судьей, что не всегда приятно.

ЮРИСТЫ

Как правило, в транзакции участвует два юридических консультанта. Один работает на вас, другой нанимается организаторами и действует в их интересах. Необходимо сказать, что у каждой третьей стороны сделки также есть свой юрконсультант, но он действует более локально.

Во взаимодействии с юристами возможны два варианта.

1. Всю транзакционную документацию пишет одна юридическая компания, а другая делает ревью того, что подготовлено первой.

2. Ряд документов, например, в части продажи и обслуживания активов, готовится одной компанией, а другая часть транзакционной документации, регламентирующая выпуск и обращение ценных бумаг, готовится другой компанией.

Оба варианта распределения обязанностей имеют право на существование, ведь, в конечном счете, это вопрос договоренностей с юристами. Однако в своей практике мы предпочитаем первый вариант, так как он намного удобней с точки зрения логистики подготовки документации и последующего внесения изменений, если таковые потребуются. При найме юристов рекомендую договариваться на кепирование их вознаграждения, при этом необходимо очень тщательно изучить различные

оговорки их контрактов и согласовать тот временной график исполнения проекта, в котором вы уверены. Необходимо быть максимально консервативным в данных оценках. Как показывает практика, очень сложно выдерживать первоначальные временные рамки исполнения проекта.

КЭШ-МЕНЕДЖЕР

Кэш-менеджер проявляет себя в течение всей жизни транзакции, особенно если транзакция подразумевает дополнительные продажи активов в течение заранее оговоренного периода, то есть если используется револьверная структура. В нашей сделке высокая оборачиваемость потребительских кредитов приводит к необходимости осуществлять дополнительные продажи до двух раз в неделю, и на кэш-менеджере лежит постоянная ответственность за управление счетами СПВ. Поэтому необходимо заранее обозначить кэш-менеджеру объем работ, убедиться в его готовности обеспечивать вас нужным уровнем сервиса, готовности его работников быть в постоянном контакте с вашими расчетными подразделениями с целью выверки платежей и оперативного решения спорных ситуаций. Крайне важно также оперативно получать от кэш-менеджера информацию о балансах счетов СПВ, проведенных операциях, чтобы вести зеркальный учет деятельности СПВ и осуществлять мониторинг ее операций.

ТРАСТИ

В момент определения сторон сделки мы получали много предложений от различных компаний, оказывающих услуги трасти. Основным критерием выбора стал ценовой, однако в процессе исполнения сделки оказалось, что немногие трасти готовы выполнять услуги по обращению взыскания на заложенное имущество в Российской Федерации, и нам пришлось менять компанию, оказывающую услуги трасти, за две недели до закрытия сделки. Соответственно, очень важно заранее посвятить потенциального трасти во все детали сделки и убедиться в его возможностях соответствовать требованиям, выдвигаемым к объему предоставляемых услуг.

ПРОВАЙДЕР КОРПОРАТИВНЫХ УСЛУГ

До момента запуска публичной транзакции банк «Русский Стандарт» уже имел в своем активе закрытую секьюритизацию потребительских кредитов, размещенную частным образом. Естественно, в работе над новой сделкой мы старались использовать тех поставщиков различных услуг, качеством работы которых мы были удовлетворены. Однако при попытке назначить того же провайдера корпоративных услуг мы столкнулись с одной искусственной проблемой. Если вы нанимаете одного и того же провайдера корпоративных услуг для двух независимых СПВ, то по формальному признаку, а именно наличию одного и того же органа управления, эти компании будут объединены в одну группу лиц. Принимая во внимание, что банк-оригинатор выдает СПВ субординированные кредиты, при достаточно большом количестве сделок общая сумма выданных кредитов может достигнуть предельных значений для поддержания норматива Н6 (лимит на одного заемщика) Банка России.

Таким образом, несмотря на то что концепция секьюритизации подразумевает полную независимость СПВ и ее работу в режиме «автопилота» (когда компания действует в рамках, четко определенных транзакционной документацией, и никакая управляющая компания не может влиять на ее деятельность), вы можете столкнуться с необходимостью на каждую новую сделку нанимать нового провайдера корпоративных услуг.

Как правило, банк-оригинатор остается обслуживающим банком — сервисером секьюритизированных активов, ведь кто как ни сам банк-оригинатор знает, как осуществлять обслуживание и сбор кредитов, которые он сам же и выдал. Однако сервисинг подразумевает не просто сбор средств в погашение кредитов с последующим перечислением на счет СПВ, но также и предоставление различной информации по секьюритизированному пулу кредитов, на основании которой инвесторы могут оценить текущее состояние пула, эффективность его обслуживания. Для этих целей сервисер на ежедневной и ежемесячной основе готовит различные отчеты, которые

включают в себя разбивку по типам погашений, информацию о просроченных кредитах и типах просроченной задолженности, сведения о региональной диверсификации активов, сведения о средневзвешенной доходности активов и многое другое. Поэтому для осуществления качественного сервисинга необходимо заранее настроить свои системы для получения требуемой информации в нужные сроки и требуемом объеме.

Рано или поздно часть уступленных кредитов перейдет в разряд дефолтных. Осуществлять судебный сбор от имени СПВ возможно, но на больших объемах (при значительном количестве кредитов на небольшие суммы) это менее эффективно, чем в случае когда решением этой проблемы занимается изначальный кредитор, то есть банк-оригинатор. Поэтому есть смысл прописать в транзакционной документации возможность (опцион) обратного выкупа дефолтных кредитов, если сервисер посчитает сбор от своего имени более эффективным, чем сбор от имени СПВ. Мы впервые на рынке применили такую конструкцию в нашей дебютной сделке по секьюритизации автокредитов, которая была закрыта в октябре 2006 года. Такой опцион особенно полезен при секьюритизации автокредитов и других видов залогового кредитования, когда большая часть взыскания просроченных долгов происходит через судебные процедуры.

В настоящий момент на рынке пока представлена только одна публичная сделка по секьюритизации пула потребительских кредитов российского эмитента — секьюритизация потребительских кредитов банка «Русский Стандарт». Очевидно, что ипотечные кредиты и автокредиты будут доминирующими классами активов для целей секьюритизации, и в этом Россия не является исключением. Однако розничные банки, располагающие значительными портфелями потребительских кредитов, будут их рефинансировать посредством секьюритизации — одного из самых дешевых и эффективных инструментов фондирования.