В России и СНГ возможна значительная активизация рынка кредитных деривативов

Игорь Зелезецкий,

аналитик группы структурированного финансирования, Moody's Investors Service

Игорь Зелезецкий занимает должность аналитика в группе глобальных ООДО и кредитных деривативов рейтингового агентства Moody's. Игорь участвовал в присвоении рейтингов сделкам CLO, CDO, RMBS, ABCP и CMBS. В течение последних пяти лет Игорь специализируется на европейских, английских, австралийских и российских транзакциях структурированного финансирования.

До прихода в агентство Moody's Игорь работал в одном из ведущих австралийских фондов управления капиталов. Игорь получил юридическое и медицинское образование в Сиднейском институте Нового Южного Уэльса.

В последнее время мировая экономика испытала наиболее продолжительный подъем за всю свою историю. Непрерывный экономический рост в течение нескольких лет (2004–2007 гг.), вплоть до кредитного кризиса 2007 г., способствовал формированию благоприятных условий для развития новых классов активов, таких как CDO (облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, ООДО) и других видов кредитных деривативов.

CDO представляет собой производный финансовый инструмент (кредитный дериватив), позволяющий секьюритизировать пул разнообразных долговых активов посредством эмиссии нескольких траншей облигаций за счет денежных потоков, генерируемых такими активами. В общих чертах CDO можно классифицировать по типу базовых активов (различают синтетические и несинтетические (cash) CDO) и по цели создания (управление балансом и арбитраж).

Крупнейшими дилерами CDO в настоящее время являются банки, которые имеют на своих балансах кредиты и облигации и поэтому вынуждены резервировать большие объемы капитала. Но поскольку таким активам присущ риск дефолта, банки, руководствуясь более жесткими нормативами, установленными Вторым Базельским соглашением, стремятся резервировать капитал на случай развития событий по наименее благоприятному сценарию. Размещая CDO и тем самым передавая кредитные риски покупателям (инвесторам), банки получают возможность высвободить капитал и использовать его в других целях.

На всем протяжении первой половины 2007 г. рынок CDO региона Европы, Ближнего Востока и Африки (EMEA) был чрезвычайно активен и демонстрировал высокие объемы эмиссии. Однако ситуация изменилась во второй половине года на фоне кризиса сектора

subprime-кредитования в США и общих потрясений на финансовых рынках. В плане проблем, возникших в связи со снижением показателей качества портфелей и структурными особенностями таких сделок, 2007 г. стал поворотной и, вероятно, наиболее значимой вехой в истории CDO.

Кризис низкокачественного кредитования в США и его последствия для мировой экономики в целом не обошли стороной и рынок секьюритизации в СНГ. В первую очередь, это влияние выразилось в сокращении инвесторской базы в оффшорных юрисдикциях и уменьшении возможностей для рефинансирования портфелей потребительских кредитов. При этом в секторе сделок с кредитными деривативами СНГ, напротив, ожидается рост, хотя и с более низкого уровня.

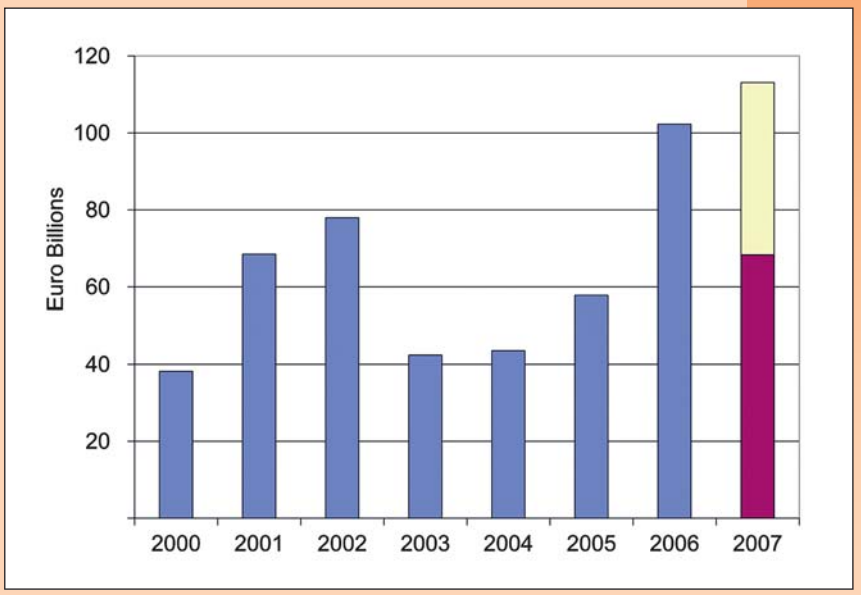
В 2007 г. совокупный объем размещения CDO в регионе EMEA возрос всего на 11% по сравнению с 2006 г. и составил 112.8 млрд евро ($154.1 млрд). При этом количество сделок росло несколько более высокими темпами — на 20%, с 251 до 304.

Объем выпуска CDO в EMEA рос стабильными темпами вплоть до середины года, однако затем этот рост существенно замедлился в связи с потрясениями на кредитных рынках. Такой спад активности во второй половине года был отмечен впервые за всю историю европейского рынка CDO.

Балансовые сделки и SME CDO по-прежнему лидируют по объемам, но эмиссия сократилась на 20%

Несмотря на снижение объема сделок на 20% по сравнению с рекордным 2006 годом, на балансовые сделки и CDO, обеспеченные кредитами малым и средним предприятиям (SME CDO), вновь пришлась наибольшая доля (38%) от совокупного объема CDO, размещенных в EMEA в 2007 г. (24 транзакции на общую сумму 42 млрд евро). По нескольким сделкам были зарегистрированы рекордные объемы эмиссии — свыше 5 млрд евро, а на испанском рынке была закрыта особо крупная транзакция на сумму 14 млрд евро при участии фонда ICO MEDIACION I AYT. Наибольшая активность

Рынок CDO в регионе EMEA.
Слабые показатели второго полугодия 2007 г. отразились на росте объемов



Источник: агентство Moody's

оригинаторов наблюдалась в Германии, странах Бенилюкса, Испании и Франции. Эти сделки по-прежнему обусловлены стремлением оптимизировать риски и размер необходимого капитала, поскольку банки до сих пор выигрывают благодаря постепенному отказу от Первого Базельского соглашения.

На протяжении всего года рейтинги понижались несколько чаще, чем росли

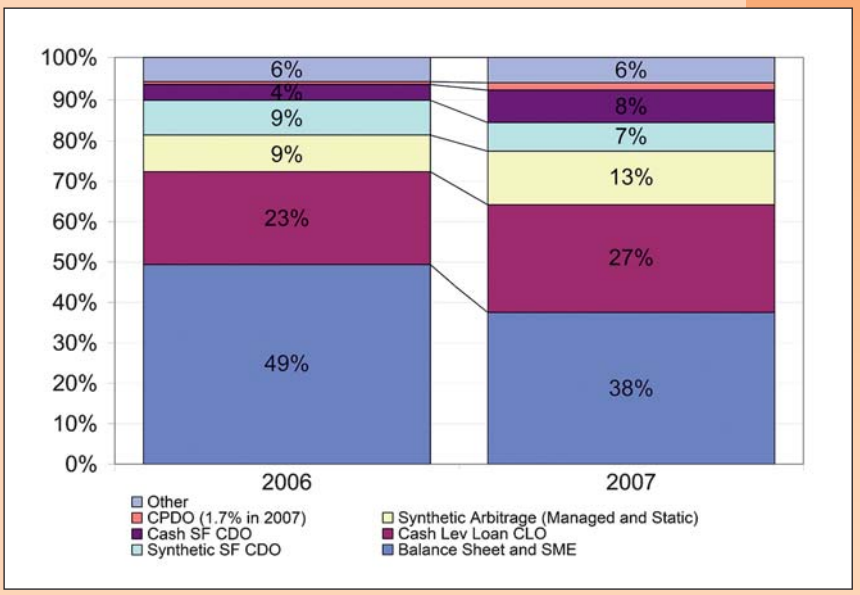
На всем протяжении 2007 г. количество решений о понижении рейтингов по всем видам CDO превышало количество возросших рейтингов с очень незначительным отрывом: всего было понижено 285 рейтингов, повышено 267 рейтингов. В первой половине года была отмечена позитивная тенденция к увеличению числа повышенных рейтингов, которая затем сошла на нет под влиянием кризиса в секторе subprime и общих потрясений на финансовых рынках.

Понижение рейтингов балансовых сделок и CDO SME было связано с показателями качества мезонинных траншей немецких CDO SME. В течение 2007 г. по некоторым из этих сделок произошли дефолты, что непосредственно отразилось на структуре сделок, особенно если принять во внимание низкую степень однородности активов в составе портфелей. Значительное увеличение числа повышенных рейтингов также было отмечено в сегменте CDO формирующихся рынков. Это объясняется ростом рейтингов базовых суверенных и корпоративных заемщиков, особенно в Восточной Европе и на Ближнем Востоке.

Сложный год для новых рынков

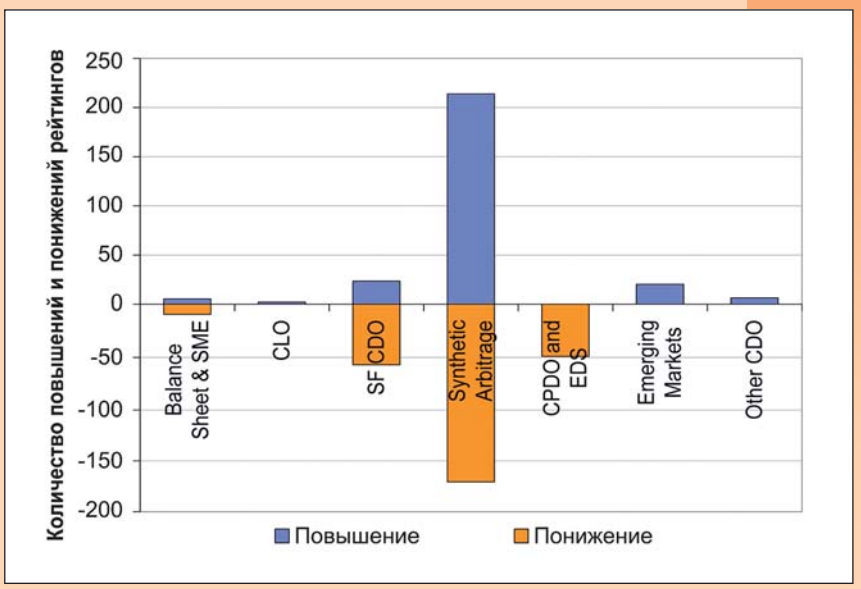
2007 г. оказался непростым годом для рынка структурированного финансирования во всем мире, и новые рынки не стали исключением. Совокупный объем сделок секьюритизации на новых рынках составил $7.69 млрд (5.59 млрд евро); всего было проведено 26 сделок. Таким образом, объем эмиссии сократился на 23% по сравнению с показателями 2006 г. После внушавшего оптимизм роста первых месяцев 2007 г. кредитный кризис, вызванный дестабилизацией subprime-кредитования в США,

На рынке сохраняется преобладание балансовых сделок и CLO



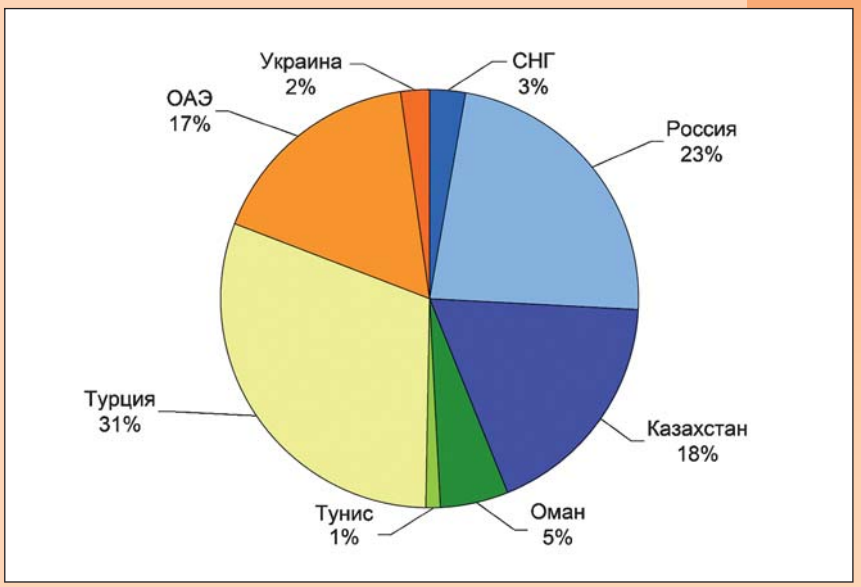
Источник: агентство Moody's

Изменения рейтингов по классам активов. Наибольшее количество рейтингов пересмотрено в сегменте синтетических арбитражных CDO



Источник: агентство Moody's

Новые рынки структурированного финансирования в 2007 г.: страновые объемы ($ млн)



Источник: агентство Moody's

перекинулся и на другие регионы и классы активов. Такое развитие событий в сочетании со снижением запасов ликвидности также оказалось испытанием для новых рынков секьюритизации как в плане роста, так и с точки зрения результативности сделок.

Содружество Независимых Государств (СНГ) сохранило позиции крупнейшего игрока рынка секьюритизации. В этом регионе было закрыто в общей сложности 13 сделок. Местные участники рынка используют механизмы структурированного финансирования в качестве важного инструмента стратегического развития.

В настоящее время СНГ явно лидирует по объему эмиссии: в 2007 г. — 46% от общего объема сделок секьюритизации на новых рынках. Значительные объемы также показали Турция и Ближний Восток (30.5% и 22.9% соответственно). Вопреки ожиданиям, на рынке ЦВЕ в 2007 г. была зарегистрирована всего одна публичная сделка — в Польше состоялся выпуск облигаций с покрытием (covered bonds) на сумму 100 млн злотых ($40.7 млн). Однако стоит отметить, что на рынке ЦВЕ была проведена одна сделка секьюритизации прав требования по лизинговым договорам, которой рейтинги не присваивались. В рамках этой транзакции банк Millennium Bank разместил по закрытой подписке ABS на общую сумму 850 млн злотых ($343.5 млн). Сделка была закрыта в Польше в декабре.

В России в 2007 г. состоялось в общей сложности восемь сделок структурированного финансирования: четыре сделки по выпуску ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой, две сделки DPR (секьюритизация диверсифицированных прав требований), первая внутрироссийская сделка CDO и одна сделка секьюритизации автокредитов. Объем выпуска в 2007 г. составил приблизительно $1.8 млрд. Однако ожидания участников рынка, предполагавших, что в 2007 г. этот показатель достигнет уровня $5–7 млрд, не оправдались, виной чему стал мировой кризис ликвидности, разразившийся в августе. Закрытие многих сделок было отложено до 2008 г. или до того времени, когда ценообразование для новых выпусков стабилизируется на приемлемом для эмитентов уровне.

Интересные события произошли в России

В России проведено несколько примечательных сделок, среди которых:

- первая сделка CDO по секьюритизации портфеля, в составе которого — исключительно внутрироссийские активы (кредиты SME);
- первая сделка CDO, в портфеле которой представлены активы из разных стран СНГ, закрыта в марте 2007 г.

Незадолго до конца года была закрыта сделка Transalp 2 — первая сделка CDO, в составе которой — исключительно российские активы. Эта CDO обеспечена кредитами малым и средним предприятиям (SME) — быстро растущему сегменту рынка. Общая сумма выпуска составила $154.7 млн, включая транш объемом $92.7 млн, который получил рейтинг агентства Moody's Baa1.

В апреле Moody's присвоило официальные рейтинги первой сделке CDO в СНГ — Sputnik 1. Это управляемая синтетическая арбитражная сделка, обеспеченная банковскими кредитами и облигациями, эмитированными в СНГ (в основном на территории России). Старшему траншу сделке присвоен рейтинг A2. В результате позитивных изменений кредитного профиля базового портфеля в августе 2007 г. рейтинг мезонинного класса B был повышен с Baa3 до Baa2.

Восстановление доверия инвесторов будет зависеть от стабилизации рынка и способности эмитентов повысить качество представляемой отчетности и прозрачность структуры сделок

Главная задача на предстоящий год состоит в восстановлении доверия со стороны инвесторов. Мы ожидаем, что в перспективе CDO-инвесторы начнут проводить переоценку своего позиционирования по риску, и — в свете уроков, извлеченных из кризиса сектора subprime — это, вполне вероятно, заставит их вновь обратиться к фундаментальному анализу базовых рисков. В итоге инвесторы, несомненно, будут требовать большей прозрачности финансовых отчетов и упрощения структуры сделок.

В объеме новой эмиссии, как и ранее, будут преобладать балансовые сделки и секьюритизация кредитов малым и средним предприятиям

(SME), это связано с сохранением повышенного внимания к управлению рисками. Мы также усматриваем возможности для роста числа транзакций на новых рынках и сделок проектного финансирования, которые позволяют инвесторам осваивать новые отрасли и диверсифицировать кредитные риски.

Проектное финансирование, CDO новых и формирующихся рынков

Предполагается, что в 2008 г. размещение ценных бумаг проектного финансирования и CDO на новых и формирующихся рынках будет обусловлено острой необходимостью в фондировании и капитале.

Согласно ожиданиям, в 2008 г. рынок CDO в сфере проектного финансирования и инфраструктурных проектов будет развиваться ускоренными темпами, однако его перспективы зависят от рыночных условий. Банки продолжают наращивать объемы кредитования сектора проектного финансирования и инфраструктуры, включая проекты ЧФИ/ГЧП и энергетики. Это объясняется необходимостью капиталоемких вложений в модернизацию инфраструктуры на всей территории Западной, Центральной и Восточной Европы и Ближнего Востока. Банки-кредиторы стремятся воспользоваться возможностью оптимизировать использование рискового капитала, что является значимой движущей силой развития рынка несинтетических сделок и синтетических CDO в рамках проектного финансирования и инфраструктурных проектов. В настоящее время проектно-финансовые и инфраструктурные CDO представляют собой сформировавшийся нишевый класс активов. Однако объемы эмиссии новых CDO проектного финансирования, скорее всего, будут зависеть от рыночных условий, уровня спроса со стороны инвесторов и расчетов оригинаторов относительно экономики будущих сделок.

В России и СНГ ожидается значительная активность. На новых и формирующихся рынках возможно появление новых сделок, охватывающих более широкий спектр традиционных базовых рисков. Синтетические CDO при участии корпоративных и/или суверенных заемщиков, весьма вероятно, привлекут внимание инвесторов, поскольку они обеспечивают относительно высокую степень диверсификации рисков и до сих пор отличались хорошей доходностью. В отношении несинтетических сделок (cash CDO) предполагается, что рост, наблюдавшийся в странах с формирующимися рынками в течение последних нескольких лет, будет способствовать значительному увеличению спроса на рефинансирование посредством секьюритизации, особенно в секторе SME. В частности, мы ожидаем значительную активизацию рынков России и СНГ. Этому способствует не только реализация общефедеральных и региональных программ финансирования, но и продолжающееся совершенствование нормативно-правовой базы.

В 2008 г. ожидаются дальнейшее расширение географии рынка секьюритизации с вовлечением в него новых юрисдикций и диверсификация классов активов, включая облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (CDO) и кредитами (CLO). Однако рост объемов эмиссии, вероятно, будет сдерживаться нестабильностью на мировых рынках капитала, и в 2008 г. возможна стагнация. Конечные итоги кредитного кризиса естественным образом будут зависеть от длительности кризиса, равно как и от способности инвесторов вновь обрести доверие к секьюритизации в целом и к новым рынкам в частности.

С точки зрения перспектив конкретных стран, Россия, вероятно, сохранит лидирующие позиции ввиду большого количества сделок, проведение которых в 2007 г. было отложено, дальнейшей диверсификации классов активов и роста интереса со стороны банков второго уровня.

Ожидания относительно дальнейшего роста объемов сделок в секторе кредитных деривативов в СНГ основываются, в первую очередь, на федеральных и региональных программах финансирования, последних изменениях в нормативно-правовой базе, расширении инвесторской базы внутри данного рынка, хороших показателях кредитного качества базовых активов и сохраняющемся стремлении участников рынка наращивать объемы размещения через отечественные целевые компании (SPV).

Среди примеров существенной государственной поддержки в рамках федеральной программы в СНГ — выделение многомиллиардных бюджетных ассигнований государственному Российскому банку развития, уполномоченному оказывать содействие развитию SME и инфраструктуры.

В свою очередь, о продолжении реформирования законодательной базы региона свидетельствует внесение в январе 2007 г. изменений и дополнений в статью 1062 Гражданского кодекса РФ, согласно которым правила о недопустимости судебной защиты требований, связанных с организацией игр, более не распространяются на форвардные контракты с денежным зачетом без поставки. Помимо этого, некоторые правовые аспекты уступки (продажи) прав требования (включая такую передачу в рамках сделок cash CLO), ранее практически не рассматривавшиеся в российских судах, недавно были изучены Президиумом Высшего Арбитражного Суда РФ (ВАС РФ), который затем представил обзор текущей практики судопроизводства и разъяснил свою позицию по этим вопросам.

Новые сделки, появление которых возможно в 2008 г., включают cash-структуры CLO, сделки секьюритизации кредитов SME, структуры с участием сырьевых компаний, а также синтетические CDO по базовым активам компаний и банков, как имеющих кредитные рейтинги, так и тех, которым рейтинг не присваивался. Помимо России, закрытие новых сделок ожидается в Казахстане и на Украине.

Укреплению потенциала сектора кредитных деривативов, обеспеченных более широким спектром корпоративных портфелей, также способствует стабильный рост числа новых рейтингов, присвоенных финансовым организациям и нефинансовым компаниям СНГ.

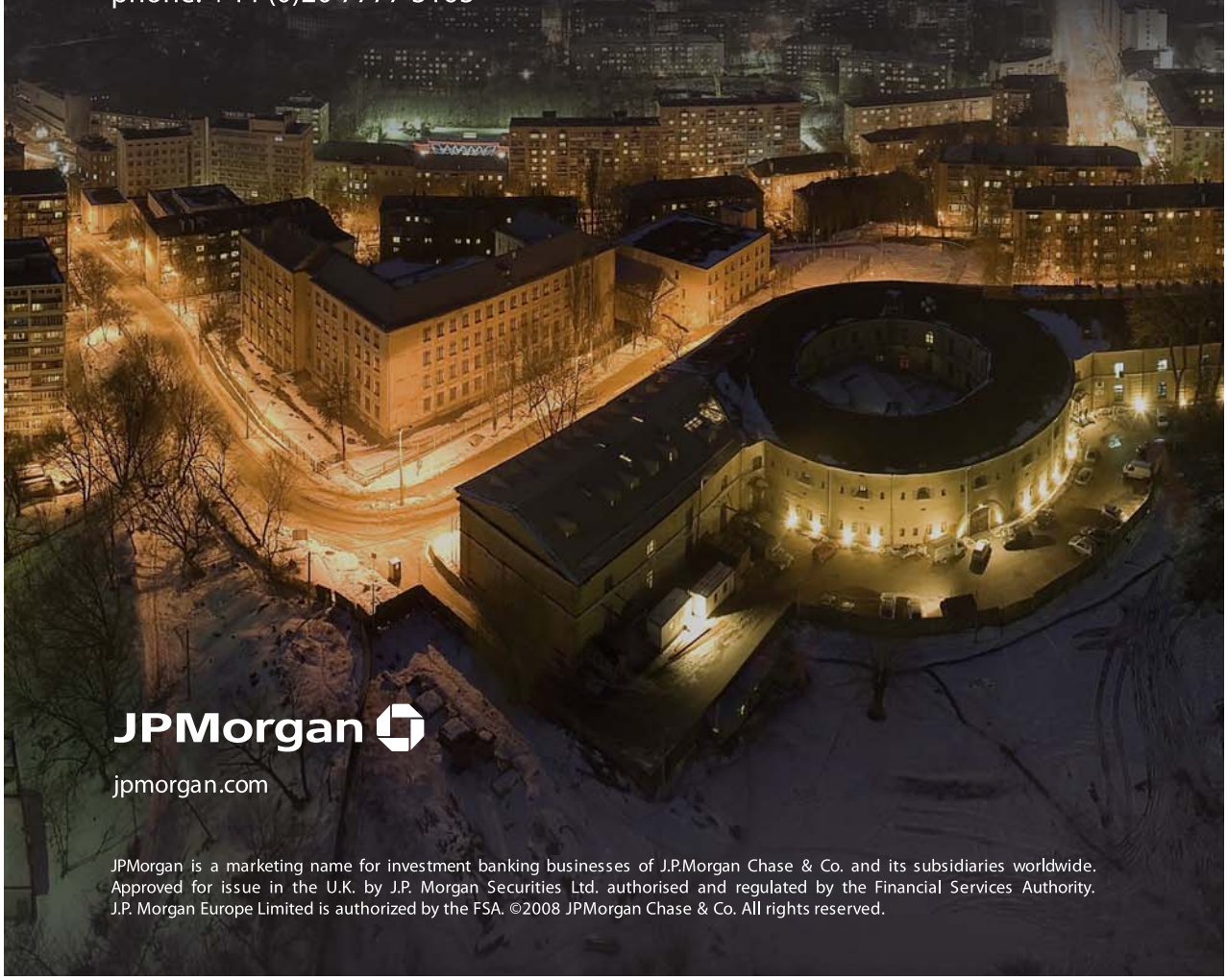
JPMorgan
Asset Backed Securities

Innovation. Leadership. Experience.

JPMorgan is a leading securitisation house committed to delivering innovative solutions to meet the financial needs of our clients in CIS.

Being a part of the global JPMorgan franchise, our experienced Emerging Markets ABS team brings fresh thinking to the CIS market, be it a first-of-its-kind securitisation deal, alternative placement capabilities or complex hedging mechanisms.

For more information, please contact:
e-mail: abs-ceemea@jpmorgan.com
phone: +44 (0)20 7777 3163



JPMorgan

jpmorgan.com

JPMorgan is a marketing name for investment banking businesses of J.P.Morgan Chase & Co. and its subsidiaries worldwide. Approved for issue in the U.K. by J.P. Morgan Securities Ltd. authorised and regulated by the Financial Services Authority. J.P. Morgan Europe Limited is authorized by the FSA. ©2008 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.