Использование финансовой модели для анализа эффективности сделки по секьюритизации

Вероника НОСОВА,

старший консультант,
КПМГ

Вероника Носова работает в КПМГ с 2005 года. Она специализируется на структурном финансировании, в частности — на секьюритизации. Отраслевая специализация Вероники — банки и финансовые институты.

Вероника получила степень магистра экономики (диплом с отличием) в Московском государственном институте международных отношений (МГИМО). Кандидат II уровня на получение степени дипломированного финансового аналитика (CFA).

Финансовые модели в сделках по секьюритизации используются на различных этапах различными пользователями: оригинаторами (под оригинатором в данной статье подразумевается коммерческий банк как преобладающая на сегодняшний день в России форма юридического лица, инициирующего секьюритизационные сделки), инвесторами, рейтинговыми агентствами, третьими сторонами. Принято выделять два типа финансовых моделей: для анализа портфеля активов и для моделирования структуры сделки и механизмов кредитного усиления. Результаты первого типа моделей лежат в основе для построения второго типа моделей.

В данной статье речь пойдет о модели второго типа (т.е. предусматривающей моделирование денежных потоков по погашению облигаций из денежных потоков секьюритизируемых активов), пользователем которой является оригинатор. При чтении статьи рекомендуется обращаться к материалам на сайте КПМГ, находящимся в открытом доступе.

Модели второго типа позволяют анализировать влияние различных структурных элементов и характеристик портфеля активов на конечные результаты с целью оптимизации экономики сделок и служат инструментом для подготовки материалов для рейтинговых агентств, инвесторов и третьих сторон в сделке.

Как правило, оригинаторы имеют собственные предпочтения по ключевым аналитическим показателям, определяющим экономическую целесообразность сделки: доходность на собственный капитал (Return on Equity), доходность на размещенный капитал (Return on Allocated Capital), доходность на капитал, определяемый нормативом достаточности капитала (Return on Regulatory Capital), затраты на единицу высвобождаемого капитала (Costs per Unit Capital Relief) и т.д. Эти показатели могут помочь в определении эффективности планируемой сделки по секьюритизации по сравнению с предыдущими сделками, а также с другими формами фондирования. Для целей анализа экономической эффективности по данным аналитическим показателям проводится анализ чувствительности при изменении ряда параметров. В частности, базовая, самая простая версия модели должна предусматривать следующие параметры.

1. Основные характеристики портфеля активов в различной форме, начиная от индивидуальных характеристик по каждому кредиту и заканчивая одним параметром для всех кредитов. Наиболее важными критериями в данном случае являются ставка по кредитам, непогашенная сумма долга, средний срок до погашения и т.д. В ходе подготовки к сделке необходим тщательный анализ пула активов с целью отбора кредитов с соответствующими установленными параметрами.

В модели также должна быть заложена условная ставка предоплаты (conditional prepayment rate), имеющая различные значения для каждого года сделки. Поскольку к данному параметру особенно чувствительны основные характеристики выпускаемых облигаций, в модели рекомендуется включение различных сценариев в зависимости от изменения данного параметра с целью дальнейшего представления потенциальным инвесторам.

2. Основные статьи затрат: возможность изменения данных параметров позволит оригинатору оценить предложения многочисленных третьих сторон в сделке, включая лид-менеджеров, и выбрать наилучшее из них. Кроме того, анализ спредов размещаемых облигаций и проведение анализа чувствительности позволит определить максимально приемлемый уровень спреда по планируемому размещению.

3. Структурные характеристики сделки: в упрощенном варианте модель должна предусматривать возможность изменения размера каждого транша облигаций, а также его позиции в приоритетности платежей, возможность легко добавлять и исключать новые транши облигаций, изменять структуру выплат, включать и исключать резервный фонд и линию ликвидности, а также правила, определяющие выплаты и пополнение, и т.д. Структурные характеристики сделки, такие как транширование и величина резервного фонда, также влияют на доходность сделки. Как правило, чтобы оценить влияние дополнительных элементов структуры сделки, необходимо включение этих элементов в финансовую модель.

Модель самого высокого уровня сложности также может предусматривать возможность проведения стресс-сценариев по методике рейтинговых агентств для оценки возможного уровня рейтинга для каждого транша облигаций. Это потребует возможности оценки и изменения уровня дефолтов по кредитам, расчета ожидаемых убытков и определения индикативной структуры выпуска, максимизирующей долю старшего класса и минимизирующей стоимость финансирования. Индикативная структура финансирования должна учитывать как интерес инвесторов, так и текущий уровень доходности.

Данный вопрос включения и исключения дополнительных структурных элементов наиболее актуален для оригинаторов, готовящихся ко второй или последующим сделкам по секьюритизации. Как правило, в данном случае необходимо принять решение о целесообразности структурных изменений в предыдущей сделке с целью повторного выпуска, а следовательно, к финансовой модели предъявляются более высокие требования — дополнительные характеристики более высокого уровня сложности. В частности, пример тому — возможность включения в модель траншей с планируемым уровнем амортизации (planned amortization class tranches, или PAC tranches) и excess spread bonds, т.е. облигаций, выплаты по которым осуществляются из избыточной доходности, где под избыточной доходностью понимается маржа после выплаты купона, платежей за предоставления линии ликвидности, затрат специальной проектной компании и других расходов по сделке.

Очевидно, что необходимость обоснования экономической целесообразности стоит не только для принятия решения по сделке в целом, но и при выборе отдельных кредитов из пула активов, включения и исключения дополнительных структурных элементов. Финансовая модель может иметь различные уровни сложности, в частности для оригинаторов, готовящихся к последующим сделкам, можно предусмотреть гибкую финансовую модель, которая позволит легко изменять пул активов, добавлять или исключать дополнительные структурные элементы, а также производить расчеты, которые могут послужить основой для переговоров с рейтинговыми агентствами и третьими сторонами. В конечном счете, правильно подготовленная финансовая модель должна позволять оригинаторам сравнивать показатели доходности и стоимости капитала сделки по секьюритизации с другими источниками фондирования и предыдущими сделками по секьюритизации и являться инструментом для принятия решений менеджментом оригинатора.