Игорь ЗЕЛЕЗЕЦКИЙ,
вице-президент, ассистент, группа структурированного кредита, Moody's Investors Service Ltd.

НА ПРОТЯЖЕНИИ ПОСЛЕДНИХ ЛЕТ НА КОНЪЮНКТУРУ РЫНКА CDO (COLLATERALISED DEBT OBLIGATION — ОБЛИГАЦИИ, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ) НАРЯДУ С ПРОЧИМИ ФАКТОРАМИ ОКАЗЫВАЛИ ВЛИЯНИЕ ТАКИЕ МОМЕНТЫ, КАК УЖЕСТОЧЕНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ, ТЕКУЩИЕ КРЕДИТНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ПО АКТИВАМ, ЛЕЖАЩИМ В ОСНОВЕ CDO, РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ МЕНЕДЖЕРОВ И КОНТРАГЕНТОВ ПО СВОПУ, ИЗМЕНЕНИЯ В МЕТОДОЛОГИИ РЕЙТИНГОВ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ.

CDO выходят из кризиса

«НЕСМОТРЯ НА САМЫЙ СЕРЬЕЗНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС СО ВРЕМЕН ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ, ДЕФОЛТ В РЕЗУЛЬТАТЕ НЕГО НАСТУПИЛ НЕ БОЛЕЕ ЧЕМ ПО 1% СДЕЛОК CLO»

С 2007 года динамика рынка CDO менялась от понижения рейтингов в секторе CDO на основе продуктов структурированного финансирования (что было в основном вызвано убытками по пулу инструментов структурированного финансирования, лежащих в основе CDO) до довольно стабильных показателей в ряде сегментов рынка CLO (collateralised loan obligation — облигации, обеспеченные кредитами). В особенности это касается рынка нот CLO, обеспеченных кредитами по проектам в рамках государственно-частного партнерства, где вообще не наблюдалось ухудшения кредитного качества.

Хотя первые российские сделки по кредитным деривативам, в особенности несинтетические сделки CLO, и не являются достаточно информативным примером с точки зрения статистики, они расширили список возможных инструментов структурированного финансирования, доступных для участников российского рынка. На протяжении короткого срока обращения все сделки CLO, обеспеченные российскими активами, показали хорошую динамику даже в самые нестабильные для финансовых рынков в России и в мире месяцы.

ПОНЯТИЕ CDO

Термин CDO (collateralised debt obligation — облигации, обеспеченные долговыми обязательствами) часто используется для описания двух основных структур — синтетических сделок CSO (collateralised synthetic obligation) и сделок CLO.

Синтетический характер сделок CSO означает то, что инвесторы принимают на себя риски по портфелю активов в основе сделки через кредитный дефолтный своп (CDS). В отличие от секьюритизации, активы в данном портфеле не уступлены SPV-компании, которая выступает эмитентом по облигациям, а только отражены в отношениях покупателя защиты (банка) и продавца защиты (держателя нот).

CLO, обеспеченные денежными активами, основаны на «действительной продаже» активов. Сделки CLO похожи на более привычные для СНГ сделки, обеспеченные пулами ипотечных кредитов и автокредитов. CLO по сути являются секьюритизацией долга корпоративных заемщиков. Такой тип сделок считается потенциально важным для развития стратегических отраслей реального сектора экономики. Размер компаний-должников может варьироваться от малых и средних предприятий (CLO, обеспеченные кредитами малых и средних предприятий) до более крупных компаний, имеющих зачастую более высокий уровень левериджа (CLO, обеспеченные кредитами предприятий с высокой долговой нагрузкой), и проектных компаний, основанных в рамках государственно-частного партнерства (CLO на основе сделок проектного фи-

нансирования). Большинство активов, которые секьюритизируются с помощью структуры CLO, могут входить и в синтетические сделки CSO.

CDO могут быть статическими или управляемыми. В случае управляемого CDO менеджер может заменить (продать и купить новые) активы (как правило, до 20% в год в течение первых пяти лет) в зависимости от минимальных характеристик качества портфеля и критериев выбора покупаемых активов.

Кроме того, сделки CDO могут быть обеспечены активами, созданными банком (CDO на основе баланса банка), или активами, приобретенными на вторичном рынке для создания арбитража между кредитными спредами по индивидуальным активам и маржой по обязательствам, обеспеченным всем пулом активов в целом. Ноты CDO, выпущенные эмитентом, могут быть разделены на транши для разграничения долговых обязательств, обеспеченных одним и тем же портфелем, на старшие и субординированные (арбитражные CDO).

МИРОВОЙ РЫНОК CLO И МАЛЫЕ И СРЕДНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ: ПРОГНОЗ НА 2011 ГОД

После беспрецедентного сокращения мирового производства на 0.6% в 2009 году, в 2010 году горизонты мировой экономики в целом прояснились, а вместе с ними улучшился наш прогноз по рынку CLO. Тем не менее, выход из мирового финансового кризиса не везде проходил одинаково, так как многие страны Европы продолжают испытывать сложности. Восстановление рынка CLO тоже, если учесть неопределенность, которую породили требования регулирующих органов. Заглядывая вперед, можно также увидеть угрожающую перспективу «долговых стен» рефинансирования банковских кредитов.

ОБЪЕМ ЭМИССИЙ CLO В США ПРОДОЛЖИТ РАСТИ В 2011 ГОДУ

Мы разделяем прогноз большинства участников рынка и считаем, что объем новых сделок в США в 2011 году составит $10–20 млрд и продолжит расти в 2012 году. Дно по новым эмиссиям уже пройдено, так как в четвертом квартале 2010 года мы присвоили рейтинги трем сделкам CLO из США и ожидаем появления новых сделок. Улучшение ситуации с CLO привело к сужению спредов по траншам облигаций.

На рынок вернулись арбитражные CLO — в ноябре 2010 года была закрыта сделка для инвестиционного фонда NZCG Funding Ltd. Новые сделки CLO еще более надежны с точки зрения структуры, чем раньше. Это должно сделать инструмент более устойчивым к маловероятным экономическим спадам и придать уверенность инвесторам.

Несмотря на самый серьезный экономический кризис со времен Великой депрессии, дефолт в результате него наступил не более чем по 1% сделок CLO. Спреды сейчас находятся в диапазоне 160–170 б.п. по сравнению с 600 б.п. на пике кризиса в начале 2009 года, что, вероятно, создаст предпосылки для арбитражных сделок.

СНИЖЕНИЕ УРОВНЯ ДЕФОЛТОВ ПО ЕВРОПЕЙСКИМ CLO

Хотя восстановление экономики способствует снижению числа дефолтов, ухудшение суверенного кредитного качества и низкая доступность кредитов может негативно повлиять на данную положительную тенденцию. Восстановление экономики в Европе началось позднее, чем в США, точно так же и восстановление европейских кредитных рынков отставало от кредитных рынков США. Ситуация в Европе улучшилась во второй половине 2010 года. По данным нашего отчета по дефолтам за декабрь 2010 года, в этот период уровень дефолтов эмитентов спекулятивного уровня в Европе составил 1.9% по сравнению с 11.3% годом ранее. Уровень дефолтов по кредитам в Евро-

Таблица 1
Прогноз на 2011 г. по классам активов CLO/SME по регионам

	Прогноз на 2011 г.	Главные движущие силы в основе прогноза	Важные факторы
CLO, обеспеченные кредитами малых и средних предприятий в США	Позитивный	Улучшение фундаментального прогноза по корпоративным кредитным рейтингам в США	Неопределенность относительно ставок, риски рефинансирования
CLO в Европе	Стабильный	Постепенная стабилизация фундаментального прогноза по корпоративным кредитным рейтингам в Европе	Опасения относительно суверенных рисков, риски рефинансирования
Сделки ABS, обеспеченные долговыми обязательствами европейских малых и средних предприятий	От стабильного до негативного	Географическая неоднородность экономического прогноза по странам Европы	Опасения относительно суверенных рисков, риски рефинансирования, операционные риски; новые требования регуляторов
CLO, обеспеченные кредитами европейских малых и средних предприятий	От стабильного до негативного	Продолжающееся восстановление экономики Германии, темпы которого замедляются	Риски рефинансирования
Балансовые сделки CLO	Стабильный	Постепенная стабилизация фундаментального прогноза по корпоративным кредитным рейтингам в Европе	Опасения относительно суверенных рисков
CLO, обеспеченные кредитами японских малых и средних предприятий	Стабильный	Длительное присутствие нот на вторичном рынке и поддержка государства	Неопределенность экономической ситуации в Японии

Источник: Moody's Investors Service

«КРОМЕ ОБЩИХ ФАКТОРОВ, ОКАЗЫВАЮЩИХ ВЛИЯНИЕ НА НОВЫЕ ЭМИССИИ CDO ИЗ СТРАН EM, ЭМИССИИ СТРУКТУРИРОВАННЫХ ДЕРИВАТИВОВ В РОССИИ, ВЕРОЯТНО, БУДУТ ПОДВЕРЖЕНЫ ВЛИЯНИЮ РОССИЙСКИХ ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫХ ИНИЦИАТИВ»

	Прогноз на 2011 г.	Факторы, влияющие на активы, используемые в качестве обеспечения
Сделки ABS малых и средних предприятий Европы		
Испания	Негативный	Суверенный риск
Греция	Негативный	Суверенный риск
Италия (лизинг)	Негативный	Окончание программы по отсрочке платежей
Германия	Стабильный	Медленное, но стабильное восстановление экономики Германии
Нидерланды	Стабильный	Медленное восстановление экономики Нидерландов
Сделки CLO малых и средних предприятий Европы		
Диверсифицированные портфели	Стабильный	Медленное восстановление экономики Германии
Недиверсифицированные портфели	Негативный	Исторически плохие показатели по активам в основе сделок

Источник: Moody's Investors Service

Таблица 2
Прогноз по сделкам, обеспеченным активами малых и средних предприятий Европы, на 2011 г.

пе, как правило, превосходит уровень дефолтов по высокодоходным облигациям, однако следует той же модели.

Поток рефинансирований по пулу кредитов с погашением в 2014–2016 годах, которые лежат в основе европейских CLO, вряд ли окажет существенное давление на заемщиков в 2011 году, если не произойдет никаких экономических потрясений на суверенном уровне. Тем не менее, несмотря на вновь открывшиеся европейские рынки высокодоходных облигаций и кредитов, которые предоставляют значительные возможности для рефинансирования, потребность в деньгах для компаний с более слабым кредитным качеством практически не уменьшилась.

Более слабые и менее ликвидные заемщики продолжат сталкиваться со значительными сложностями при рефинансировании, что может оказать дополнительное давление на их финансовое положение.

Мы полагаем, что объем эмиссий CLO несколько увеличится в 2011 году, при этом темпы роста в Европе окажутся более медленными, чем в США. При наличии в 2011 году хорошего потока первичных кредитов, улучшении отношения участников рынка к CLO как инструменту и более благоприятном состоянии экономики на рынке должны снова создаться предпосылки для арбитражных сделок.

«ПОСЛЕДНИЕ СДЕЛКИ НА ОСНОВНЫХ РЫНКАХ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИМЕЛИ БОЛЕЕ ПРОСТЫЕ СТРУКТУРЫ, ЧЕМ РАНЬШЕ, И МЫ ОЖИДАЕМ, ЧТО ИНВЕСТОРЫ ПРОДОЛЖАТ ОТДАВАТЬ ПРЕДПОЧТЕНИЕ ПОДОБНЫМ СДЕЛКАМ И В БУДУЩЕМ»

ХОРОШИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ НОВЫХ СДЕЛОК ПОД АКТИВЫ МАЛЫХ И СРЕДНИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В 2011 ГОДУ

Мы ожидаем, что в 2011 году европейские банки продолжат искать возможности привлечь средства с помощью секьюритизации. Ограниченный спрос на необеспеченный долг банков добавит им сложностей с привлечением финансирования в 2011 и 2012 годах. Банки находятся в поиске альтернативных вариантов, таких как обеспеченное финансирование (например, структурированное финансирование и выпуск обеспеченных облигаций Covered Bonds), которое на данный момент в меньшей степени подвержено влиянию так называемых планов bail-in, согласно которым держатели банковских облигаций «старших» уровней будут нести более высокие риски и участвовать в рекапитализации банков в случае их банкротства.

Тем не менее, конкуренция с обеспеченными облигациями и недостаток спроса со стороны инвесторов могут сократить поток эмиссий, обеспеченных долгом малых и средних предприятий, так как ЕЦБ сможет купить лишь ограниченный объем данных бумаг.

И наконец, измененные правила, предлагаемые регуляторами, в частности ЕЦБ, могут серьезно повлиять на новые сделки ABS по малым и средним предприятиям. Статья 122а, являющаяся поправкой к директиве по требованиям к достаточности капитала (CRD II), и требование предоставлять данные по всем кредитам в пуле сделок ABS, которые ЕЦБ использует в своих операциях, вероятно, повысят доверие к инструментам структурированного финансирования и приведут к увеличению потока эмиссий. Однако увеличение маржи между реальной стоимостью активов обеспечения и ценой, которую учитывает кредитующая сторона в операциях ЕЦБ, увеличит стоимость обеспечения в структурированном финансировании, а значит приведет к снижению объемов выпуска данных инструментов.

ЕВРОПЕЙСКИЕ БАЛАНСОВЫЕ СДЕЛКИ CLO В 2011 ГОДУ

Восстановление европейской экономики способствует улучшению ситуации на рынке корпоративных кредитов, несмотря на продолжающиеся сложности, связанные с рефинансированием обязательств. Кредитное качество корпоративных заемщиков из нефинансового сектора в Европе, вероятно, останется стабильным и в 2011 году продолжит тенденцию 2010 года.

Суверенные и системные риски будут оказывать влияние лишь на ограниченное число сделок, в особенности это коснется облигаций, в которых основное число заемщиков по инструментам в пуле зарегистрированы в Ирландии и Испании.

Тем не менее, ситуация в Греции или Португалии, скорее всего, не затронет

подобные сделки, так как степень риска здесь ограничена.

По нашей оценке, объем балансовых сделок CLO останется стабильным и в 2011 году будет соответствовать показателям прошлого года. Банки продолжат избирательно использовать секьюритизацию для привлечения финансирования и оптимизации показателей достаточности капитала.

Большинство подобных эмиссий будут выкупаться в рамках программ поддержки секьюритизации, которые предлагаются правительствами и центральными банками. В то же время, этот класс активов может также привлечь внимание частных инвесторов в связи со стабильными показателями по данным инструментам в период кризиса.

ПРОГНОЗ ПО СИНТЕТИЧЕСКИМ СДЕЛКАМ

Прогноз Moody's по сделкам CSO на 2011 год является стабильным, так как в 2010 году в целом наблюдалась стабильная динамика в данном сегменте. Тем не менее, сохраняется большая доля неопределенности в отношении кредитоспособности некоторых стран Европы и динамики ставок, что бросает тень на перспективы восстановления мировой экономики. Если говорить о рейтинговых действиях, то можно отметить, что 2010 год был достаточно спокойным и не принес драматических событий, которые имели место на протяжении предыдущих лет.

Прогноз Moody's по кредитной динамике CSO в 2011 году стабильный, что соответствует сценарию медленного восстановления экономики.

На рынок CSO в следующем году будут оказывать влияние следующие факторы:

- Общий прогноз по корпоративным заемщикам, чьи инструменты лежат в основе сделок CSO, продолжает улучшаться.
- Мы полагаем, что потенциальная миграция рейтингов корпоративных заемщиков, чей риск находится в портфелях CSO, не окажет серьезного влияния на рейтинги CSO, а коэффициент возврата вложенных средств при дефолте повысится.
- Риск контрагента не является основным поводом для беспокойства. Контрагентами по свопам в основном выступают крупные банки, чьи кредитные показатели в последнее время в целом остаются стабильными, что связано с улучшением экономической ситуации и конъюнктуры кредитных рынков, а также с поддержкой со стороны государства.
- Риск, связанный с обеспечением по сделкам CSO, продолжает оставаться минимальным. Рейтинги институтов, выпускающих договоры о гарантированном инвестировании (Guaranteed Investment Contract), и рейтинги сделок секьюритизации пулов кредитных карт, которые зачастую выступают в качестве обеспечения по CSO, сейчас имеют стабильный прогноз.

CDO В РОССИИ — ОГРАНИЧЕННАЯ ВЫБОРКА

Рейтинговое агентство Moody's присвоило рейтинги одной синтетической сделке, в основе которой лежал портфель инструментов, заемщиками по которым выступали компании из России, Украины и Казахстана, а также пяти сделкам cash CLO, обеспеченных портфелями российских активов. Все получившие рейтинг ноты, размещенные в рамках данных сделок, были выпущены SPV-компаниями, зарегистрированными в юрисдикциях за пределами России.

Сейчас в обращении осталась только одна эмиссия, имеющая рейтинг Moody's. Это синтетические CDO, выпущенные Coriolanus Limited, сделка получила название Sputnik CDO-I. В 2009 году рейтинг по нотам Sputnik был понижен в связи с ухудшением качества находящихся в пуле долговых обязательств казахстанских и украинских заемщиков. Рейтинг суперстаршего свопа был понижен с A2 до A3, а рейтинги по трем другим траншам данной сделки были понижены до неинвестиционного уровня.

Рейтинг ни по одной из сделок cash CLO, обеспеченных российскими активами, не понижался.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В РОССИИ

Кроме общих факторов, оказывающих влияние на новые эмиссии CDO из стран EM, эмиссии структурированных деривативов в России, вероятно, будут подвержены влиянию российских законодательных инициатив.

На синтетические сделки могут повлиять принятые Думой поправки к федеральному закону «О рынке ценных бумаг», федеральному закону «О несостоятельности (банкротстве)» и федеральному закону «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций».

В рамках предложенных новых знаковых поправок будут пересмотрены и внесены положения о ликвидационном неттинге по деривативам, валютным операциям, сделкам РЕПО и сделкам с ценными бумагами в рамках генеральных соглашений.

Готовящиеся поправки также определят некоторые ограничения по торговле деривативами с российскими контрагентами. В частности, в отношении внебиржевых деривативов «защита» на случай неисполнения кредитных обязательств может продаваться только банком, брокером или дилером.

В то же время, некоторые формулировки в соответствующих нормативных актах недостаточно ясны, в частности введение данных ограничений может привести к запрету на кредитные дефолтные свопы, по которым продавцами кредитной защиты выступают российские корпоративные имена. Необходимо также будет уточнить вопрос о применимости вышеупомянутых ограничений к SPV-компаниям.

Несинтетические сделки, такие как CLO, вероятно, подпадут под действие законопроекта N° 249606-5 «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации (в части регулирования секьюритизации финансовых активов)» и законопроекта N° 249609-5 «Об особенностях обеспечения исполнения финансовых обязательств», которые были приняты Государственной Думой в первом чтении 21 октября 2009 года.

Если данные законопроекты будут приняты и обретут силу законов, это станет самым серьезным изменением российского законодательства по секьюритизации и создаст правовую основу для секьюритизации большого спектра финансовых активов на российском рынке. Данные законопроекты вводят понятие специального

финансового предприятия и создают базу для механизма «действительной продажи» денежных требований. Кропотливая работа над законопроектами продолжается, она направлена на их дальнейшее совершенствование и проводится командой ФСФР с участием ряда экспертов по рынку, включая ведущие российские и иностранные юридические фирмы, представителей большой четверки аудиторов и крупнейших банков-организаторов сделок структурированного финансирования.

ВЫВОДЫ

Мы продолжаем придерживаться «центрального» сценария макроэкономических рисков, на основе которого ожидаем, что стабилизация мировой экономики на протяжении последующих 12–18 месяцев будет идти медленно, усилится региональная дифференциация и размежевание экономик. По нашей оценке, быстрее всего будут расти крупные развивающиеся рынки, следующими в списке окажутся США и Япония. Европа продолжит оставаться крайне уязвимой в случае неупорядоченного прекращения государственных программ стимулирования экономики. В целом, страны с развивающимися рынками продемонстрировали более быстрые темпы роста, чем развитые экономики, их кредитная позиция улучшилась, что привело к повсеместному повышению рейтингов (за исключением стран Европы).

Важная роль структурированного финансирования в восстановлении финансовых рынков постоянно подчеркивается международными и национальными регулирующими органами. К примеру, об этом свидетельствуют меры, рекомендованные в отчетах по итогам Форума финансовой стабильности, план действий, одобренный на саммите «Большой двадцатки» в Вашингтоне, и заявление, принятое по итогам саммита в Лондоне. В России подобные меры также числятся в списке важных задач в стратегии развития российских финансовых рынков до 2020 года и в плане парламента по приоритетному законодательству.

В целом, число новых эмиссий структурированных продуктов и CDO было ограниченным, отчасти это связано с опасениями инвесторов относительно показателей по пулу активов в основе сделок. Последние сделки на основных рынках структурированного финансирования в целом имели более простые структуры, чем раньше, и мы ожидаем, что инвесторы продолжат отдавать предпочтение подобным сделкам и в будущем.

Мы прогнозируем возвращение спроса со стороны инвесторов в случае благоприятной конъюнктуры рынка, стабилизации кредитного качества корпоративных заемщиков и увеличения прозрачности и простоты структур. Готовность финансовых институтов выступить в роли организаторов сделки будет зависеть от корректировки спредов по активам, а также от динамики по первоначальным кредитам и уточнения требований регуляторов.

Таким образом, общей тенденцией станет упрощение структур сделок, появление на рынке новых балансовых сделок и возможное возвращение арбитражных сделок.