Организация и структурирование сделок секьюритизации: роль независимого финансового консультанта

Андрей РЫЖОВ,

старший менеджер департамента корпоративных финансов, «Делойт»

До прихода в «Делойт» в 2007 году Андрей работал начальником отдела в Казначействе Сибирской Угольной Энергетической Компании. В «Делойт» Андрей консультирует клиентов по вопросам долгового финансирования, включая сделки секьюритизации. Андрей имеет большой опыт в организации привлечении финансирования и управления финансовыми рисками. В частности, он организовал привлечение для СУЭК ряда крупных кредитов от российских и международных банков. Кроме того, он осуществил большое количество успешных операций по хеджированию финансовых рисков (валютные форварды, процентные свопы).

Образование и профессиональная квалификация: Московский Государственный Университет им. М.В. Ломоносова (механико-математический факультет); Российская Экономическая Школа.

ВВЕДЕНИЕ

Сделки секьюритизации являются сложнейшими с точки зрения организации и осуществления, что определяется большим количеством участвующих сторон и длительностью процесса, определяемой множеством технических деталей. При этом осуществленная сделка позволяет заемщику извлечь массу выгод, имеющих как оперативный, так и стратегический эффект на деятельность банка. Однако первоначальные фиксированные затраты для банка, решившего привлечь деньги таким образом, сравнимы, а часто и больше затрат на проведение первичного публичного размещения (IPO) на международных биржах.

Важное место занимает вопрос эффективной организации процесса осуществления сделки, начиная с самой начальной стадии, когда только сформировалось желание или появилась потребность выхода на рынок секьюритизации. Ключевыми характеристиками, требующими повышенного контроля, как и для любого другого типа проектов, являются три показателя: время (контроль за сроками), минимизация затрат (контроль за бюджетом), результат сделки (контроль за качеством).

Данная статья посвящена описанию процесса организации сделок секьюритизации с точки зрения независимого финансового консультанта: какие вопросы необходимо рассмотреть на каждом этапе, какие элементы структуры применяются для снижения рисков, повышая привлекательность для инвесторов и снижая стоимость для оригинатора. Обобщая опыт компании «Делойт», мы покажем, каким образом финансовые консультанты помогают в реализации сделки, начиная с самого первого дня.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: АКТИВЫ И УЧАСТНИКИ

Под секьюритизацией обычно понимается формирование и последующая продажа портфеля активов с регулярными и предсказуемыми денежными потоками в независимую компанию специального назначения (КСН, Special Purpose Vehicle — SPV), которая, в свою очередь, размещает рыночные ценные бумаги, используя полученные от инвесторов деньги для покупки портфеля. В более широком смысле секьюритизация — это передача кредитного риска портфеля от оригинатора к КСН либо с помощью прямой продажи активов (true sale), либо с использованием производных инструментов (synthetic type).

Секьюритизированными могут быть различные типы активов, такие, например, как портфель корпоративных облигаций, лизинговые платежи или кредиторская задолженность, но все же для российской практики классическими являются сделки, где базовым активом является портфель ипотечных, потребительских или автокредитов, а оригинатором (заемщиком) — российский банк. Поэтому в дальнейшем мы будем в основном говорить о таких типах сделок. Как правило, к портфелю предъявляются следующие общие требования:

- способность генерировать денежные потоки;
- минимальный риск просрочек и дефолтов;
- региональная диверсификация;
- малая доля каждого индивидуального кредита и кредитора в суммарном портфеле;
- однородность кредитов;
- возможность уступки прав кредитора в третьи руки;
- независимость кредитов от оригинатора.

Непосредственные участники сделки:

- оригинатор (продавец активов);
- компания специального назначения (КСН);
- инвесторы (покупатели облигаций);
- провайдеры свопов и ликвидности (swap and liquidity providers);
- обслуживающая компания (обычно совпадает с оригинатором);
- резервная обслуживающая компания (back-up servicer);
- доверительный управляющий (trustee);
- управляющий денежным потоком.

Упрощенно их роли в сделке можно описать следующим образом. Как уже указано выше, оригинатор продает активы (кредиты) в КСН, которая выступает эмитентом ценных бумаг (облигаций), продаваемых инвесторам. Соответственно, средства, полученные от инвесторов, КСН использует для покупки активов у оригинатора. Провайдер свопов хеджирует валютные риски и риски процентной ставки, возникающие у КСН. Провайдер ликвидности предоставляет КСН право пользования кредитной линией на случай временных задержек с получением платежей от кредиторов. Резервный фонд используется в качестве страхования на случай определенных типов потерь, предусмотренных условиями сделки. После закрытия сделки обслуживающая компания осуществляет обслуживание кредитов, а в случае ее банкротства на смену приходит резервная обслуживающая компания. Доверительный управляющий осуществляет надзор над активами КСН, защищая права инвесторов и выступая от их имени. Управляющий денежным потоком осуществляет управление денежными потоками КСН. Рисунок 1 схематично показывает роли участников сделки.

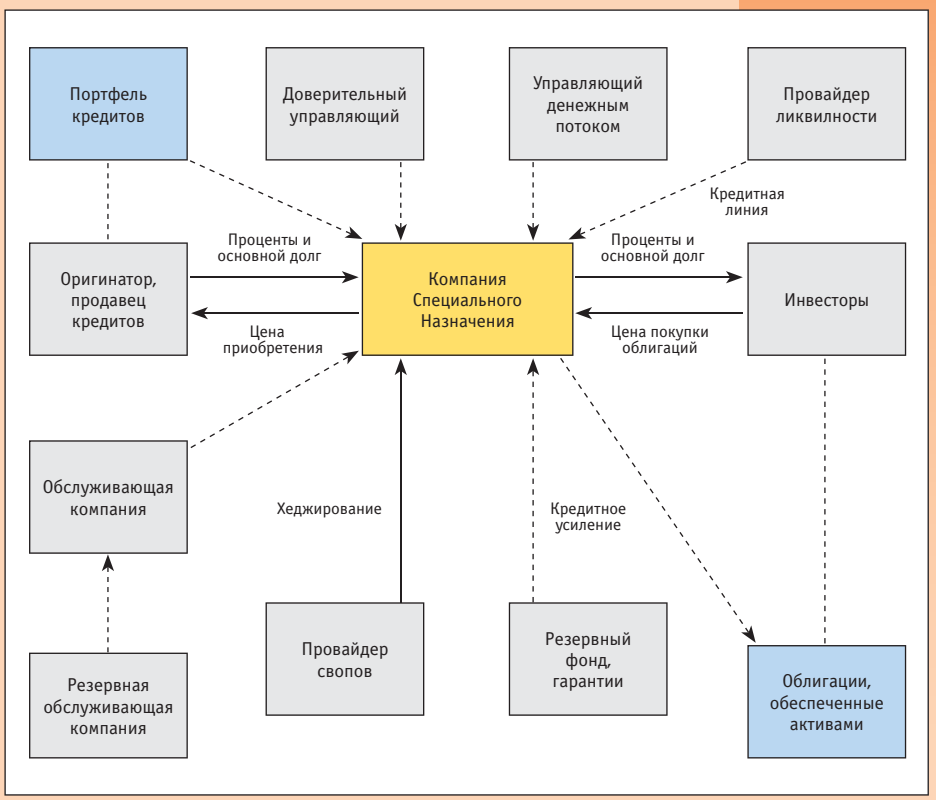
Кроме непосредственных участников сделки, в процессе организации сделки обычно задействованы следующие консультанты:

- финансовый консультант;
- ведущий организатор (инвестиционный банк, lead arranger);
- юридический консультант оригинатора;
- юридический консультант по сделке;
- консультант по бухгалтерским вопросам;
- аудитор;
- налоговый консультант;
- рейтинговые агентства.

ПРОЦЕСС ОРГАНИЗАЦИИ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Прежде чем приступать к планированию сделки, в первую очередь нужно определить основные цели и мотивы сделки, а также ее роль в финансовой стратегии банка. Примерами мотивов для секьюритизационных сделок могут выступать:

Рисунок 1.



- снижение издержек: получение финансирования по минимально доступной цене;
- дальнейший рост: высвобождение капитала (capital relief) в связи с требованиями по созданию резервов в соответствии с регулированием Центрального Банка РФ;
- заработок: извлечение прибыли с использованием механизма арбитража из-за наличия положительной разницы между доходностью секьюритизируемых активов и стоимостью фондирования;
- репутация: выход на международный рынок долга и капитала, знакомство банка с иностранными инвесторами;
- финансовая устойчивость: диверсификация источников финансирования;
- гибкость: освоение нового инструмента привлечения фондирования;
- риск-менеджмент: улучшение внутренних систем и процедур.

Заметим, что хотя секьюритизация является отличным способом решения различных долгосрочных стратегических задач, в определенных ситуациях альтернативные варианты привлечения финансирования могут быть более эффективными в использовании. Так, например, в случае кратко- или среднесрочных потребностей в ликвидности оптимальным может быть привлечение финансирования пусть более дорогим, но зато испытанным и надежным путем.

Понимание финансовой стратегии и роли в ней будущей сделки позволяет финансовому консультанту составить оптимальный план достижения результата. Процесс организации можно разделить на три основных этапа: проверка возможностей реализации, подготовка и осуществление.

ЭТАП 1. ПРОВЕРКА ВОЗМОЖНОСТЕЙ РЕАЛИЗАЦИИ (1–2 МЕСЯЦА)

Главной целью первого этапа является выявление препятствий на пути к реализации сделки и формирование рекомендаций по их устранению. План мероприятий на начальном этапе может различаться в зависимости от конкретной ситуации, но в целом выглядит следующим образом:

- анализ данных по портфелю активов: размер, структура, его предполагаемая динамика и перспективы роста;
- анализ ИТ–систем: стабильность, масштабируемость, адаптируемость под цели осуществления сделки;
- проверка информационной безопасности: обеспечение непрерывности деятельности, архивирование данных и пр.;
- анализ процедур одобрения кредитов, условий выдачи, мониторинга и учета, работа с просроченной задолженностью;
- проверка стандартизированности кредитных договоров, проверка на возможность передачи прав оригинатора в КСН с юридической точки зрения;
- определение того, какие части могут быть секьюритизированы согласно критериям выбора в соответствии с передовым опытом по секьюритизации;
- идентификация и анализ ключевых налоговых, бухгалтерских, регуляторных, юридических вопросов;
- анализ влияния сделки на банковскую отчетность согласно стандартам МСФО и РСБУ;
- идентификация влияния сделки на банковские финансовые показатели и нормативы по правилам Центрального банка РФ;
- предварительная модель денежных потоков;
- предварительный список возможных участников сделки;
- предварительная оценка всех издержек по сделке, предварительная оценка экономической эффективности;
- список рекомендаций для дальнейшей работы.

Вместе с финансовым консультантом анализ проводят квалифицированные эксперты в своих областях, в частности, налоговые и юридические консультанты. Со стороны оригинатора для обеспечения успеха проекта важно обеспечить вовлеченность представителей служб банка, прямо или косвенно имеющих дело с секьюритизируемыми кредитами. Департаменты, отвечающие за продажи, выдачу и обслуживание кредитов, за мониторинг и сбор просроченной задолженности, за информационные технологии должны принимать участие с активной поддержкой топ-менеджмента и руководителей среднего звена.

Примеры типичных препятствий для реализации сделки

Отсутствие секьюритизируемого портфеля и возможности по его созданию

- Наличие значительных несекьюритизируемых комиссий в структуре кредитных платежей, например, комиссии за ведение ссудного счета.
- Разнородность и индивидуальность критериев для решения о выдаче различных кредитов из портфеля, отсутствие единой документации.
- Отсутствие полноценной истории по просроченным платежам и дефолтам или высокий уровень просроченной задолженности.
- Малый размер и недостаточно высокий темп прироста портфеля секьюритизируемых кредитов.

Информационные системы

- Недостаточно полные и точные базы данных.
- Несоответствие параметров данных в разных системах.
- Невозможность частого и быстрого формирования отчетов.
- Техническая возможность внесения изменений в параметры выданных кредитов в базе после выдачи.
- Медленная передача информации из региональных филиалов в центральный офис.
- Отсутствие системы проверки данных на правильность (системы независимых проверок).

Банковские процедуры

- Нестандартизированные, неформализованные и неавтоматизированные процедуры.

- Неэффективное разделение ответственности по принимаемым решениям, чрезмерная концентрация несовместимых функций в одних руках.
- Возможность ручного изменения отчетов о портфеле после выгрузки из системы.
- Несвоевременные и неточные сообщения из системы о фактах просрочки.
- Отсутствие резервных копий баз данных.

Оценка экономической эффективности сделки

Процентная ставка по старшему траншу для сравнимых ценных бумаг является хорошим первоначальным индикатором стоимости фондирования. Вообще, если предположить, что бумаги размещаются по номинальной цене, то процентная ставка определяется инвесторами во время размещения и сильно зависит от таких факторов, как кредитный рейтинг оригинатора, уровни просрочек и дефолтов по портфелю, структура сделки и текущая рыночная конъюнктура.

Однако учитывая тот факт, что размер старшего транша может варьироваться, а также достаточно высокую долю разовых комиссий в процессе организации сделки, номинальная процентная ставка по старшему траншу не дает полного представления о целесообразности осуществления сделки.

Для более точной оценки экономической эффективности необходимо сначала определить предварительную структуру сделки, способную обеспечить для каждого из траншей достижение определенного рейтинга. Затем, произведя сопоставление уровня рейтинга с процентной ставкой, можно рассчитать показатель полной стоимости фондирования (all-in-cost of funds), учитывающий затраты оригинатора на всех стадиях сделки вместе со временем их оплаты.

Пример расчета полной стоимости представлен в Таблице 1.

Если рассчитанная полная стоимость фондирования ниже, чем в случае использования других методов финансирования, то экономическая

Таблица 1. Пример расчета полной стоимости

Структура капитала					
Транш	Рейтинг	Доля	Размер, USD	Средневзвешенный срок транша	Маржа годовых (оценка*)
Класс A	BBB	85%	212 500 000	3.50	3.00%
Класс B	BB	10%	25 000 000	4.40	8.00%
Класс C (субординированный кредит)		5%	12 500 000	4.40	
Всего			250 000 000	3.64	3.64%
Затраты по сделке					
		USD	% от общей суммы	USD	В год, %
Разовые затраты		4 300 000	1.72%		0.47%
Ежегодные комиссии				150 000	0.06%
Полные затраты					0.53%
Полная стоимость					
Средняя маржа по облигациям					3.64%
Затраты по сделке					0.53%
Полная стоимость фондирования (над LIBOR)					4.18%

* Уровни процентных ставок по каждому классу траншей условны.
В каждом конкретном случае для расчета должны использоваться текущие рыночные котировки.

выгода сделки очевидна. Заметим, что когда банк с помощью сделки высвобождает капитал и имеет возможность быстро восстановить кредитный портфель до начальных уровней, то сделка может быть экономически оправдана, даже если оценка полной стоимости выше, чем при использовании альтернативных источников финансирования (но не выше, чем доходность заново выданных кредитов с учетом их уровня дефолтов).

Учитывая высокие фиксированные издержки, увеличение размера сделки существенно понижает полную стоимость фондирования. Обычно оптимальным считается размер сделки $150–300 млн. Меньший объем повышает стоимость фондирования для оригинатора, а больший бывает трудно разместить среди инвесторов.

Дополнительными показателями эффективности сделки могут служить увеличение дюрации пассивов, повышающее финансовую устойчивость банка, а также увеличение показателя доходности на капитал (Return on Equity) в результате высвобождения капитала.

ЭТАП 2. ПОДГОТОВКА (2–4 МЕСЯЦА)

Перед началом второго этапа предполагается, что оригинатор аккуратно следует полученным на первом этапе рекомендациям финансового консультанта. Результатом этапа подготовки должно стать окончательное подтверждение готовности банка к проведению сделки, выбор участников сделки, в частности, инвестиционного банка на роль ведущего организатора, и согласование основных условий сделки. Планируется следующий набор мероприятий:

- сбор всех данных по оригинатору и портфелю, необходимых для окончательного анализа;
- тщательная проверка данных на предмет достоверности;
- тщательная проверка эффективности процедур;
- тщательная проверка информационных систем банка на способность формирования нужных отчетов;
- подготовка информационного пакета об оригинаторе и портфеле активов;
- анализ данных по портфелю (статический, динамический);
- анализ обеспечения по сделке;
- моделирование денежных потоков;
- анализ альтернативных структур сделки;
- предварительные обсуждения с рейтинговыми агентствами, их требования по достижению определенного уровня рейтинга;
- выбор участников сделки, переговоры по условиям их работы;
- определение основных условий сделки (term sheet);
- детальное планирование осуществления проекта.

По окончании этапа определяются основные параметры сделки: объем, график погашения, возможность организации накопительного финансирования, выбор в пользу использования статического портфеля или револьверной структуры.

Рекомендации по выбору ведущего организатора

Поскольку ведущий организатор — основное связующее звено с инвесторами, его выбор следует производить самым тщательным образом. Мы рекомендуем в первую очередь обращать внимание на следующие моменты:

- наличие свободных (человеческих) ресурсов для осуществления сделки;
- размер и структура вознаграждения;
- репутация и экспертиза команды;
- опыт команды в сделках секьюритизации, в том числе на российском рынке и в том числе с активами, схожими с активами оригинатора;
- нацеленность на долгосрочные отношения с банком-оригинатором;
- удобные коммуникации и гибкий подход;
- соответствие предлагаемой структуры стратегическим планам оригинатора;
- возможность предоставления накопительного финансирования (warehouse facility) в случае необходимости;
- база инвесторов, используемые методы дистрибуции.

Видится, что при выборе между инвестиционными банками не стоит уделять первостепенное внимание их котировкам на процентные ставки, поскольку в отсутствие андеррайтинга эти ставки носят предварительный индикативный характер. Во-первых, для одинаковых структур сделки цена размещения не должна зависеть от имени конкретного (уважаемого) инвестиционного банка, хотя банки могут иметь отличающиеся друг от друга ожидания. Во-вторых, индикативные ставки могут иметь тенденцию к занижению с целью выигрыша мандата на организацию.

ЭТАП 3. ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ СДЕЛКИ (4–6 МЕСЯЦЕВ)

Естественной целью заключительного этапа, как и всей сделки, является успешное закрытие сделки на максимально комфортных для оригинатора условиях. Финансовый консультант играет основную роль в координировании деятельности всех сторон, помогает оригинатору в переговорах с ведущим организатором, представляющим интересы потенциальных инвесторов, и с рейтинговыми агентствами. Необходимо обеспечить выполнение следующих работ:

- окончательное структурирование сделки, включая выбор транширования и методов кредитного усиления (credit enhancement);
- получение кредитных рейтингов от рейтинговых агентств;
- получение всех необходимых одобрений сделки (корпоративных, регуляторных);
- получение налоговых, юридических и аудиторских заключений;
- подготовка и согласование документации;
- маркетинг и определение цены размещения;
- размещение ценных бумаг среди инвесторов и закрытие сделки;
- установление процедур отчетности оригинатора.

Ключевым вопросом является нахождение оптимальной структуры сделки, которая, с одной стороны, удовлетворяла бы требованиям инвесторов, в частности, по получению определенного уровня кредитного рейтинга, и также была бы достижимой и приемлемой для оригинатора, минимизируя полную стоимость фондирования.

Важной задачей является получение максимально возможного рейтинга для старшего транша. Рейтинговые агентства моделируют возможное поведение секьюритизируемого портфеля, изучая размеры вероятных потерь каждого транша в различных стрессовых сценариях. При этом старший транш защищен от риска первых потерь младшими траншами, и если размеры младших классов достаточны, чтобы поглотить ожидаемые потери с определенной вероятностью, старшему траншу присваивается определенный рейтинг.

Отметим, что с начала кризиса ликвидности летом 2007 г. высокий кредитный рейтинг уже не является единственным фактором, определяющим успешность размещения ценных бумаг по приемлемой цене. Теперь инвесторы более тщательно анализируют риски покупаемых бумаг, уделяя особое внимание типу и качеству секьюритизируемого портфеля.

Таблица 2 демонстрирует, как структурирование помогает минимизировать риски разных типов.

Отдельные элементы структуры

- revольверное финансирование или статический портфель;
- размеры траншей с разной приоритетностью по требованиям;
- источники кредитного усиления (credit enhancement):
  - младшие транши, в частности, субординированный кредит;
  - сверхобеспеченность (over-collateralisation);
  - избыточный спред (excess spread);
  - резервный фонд;
  - гарантии, страхование, аккредитивы третьих лиц;
- примеры критериев отбора кредитов:
  - определенная валюта кредита;
  - отношение размера кредита к стоимости обеспечения (Loan to Value — LTV) <= [ ];
  - отношение платежей по кредиту к уровню дохода (Debt Service Coverage Ratio) <= [ ];
  - процентная ставка >= [ ];
  - размер кредита >= [ ];
  - текущий уровень долга >= [ ];
  - максимальный срок задержки платежа <= [ ];
  - количество полученных платежей >= [ ];
  - количество оставшихся платежей <= [ ];
  - страховка обеспечения;
- примеры требований к параметрам портфеля:
  - средневзвешенный уровень дефолта <= [ ];
  - средневзвешенный уровень просрочки <= [ ];
  - средневзвешенный уровень LTV <= [ ];
  - средневзвешенный уровень избыточного спреда >= [ ];
  - уровень региональной концентрации <= [ ];
- свопы;

Таблица 2. Типы рисков и методы их минимизации в сделках секьюритизации

Типы рисков	Методы минимизации / элементы структуры
Кредитный риск	Кредитное усиление (credit enhancement) Критерии отбора кредитов (selection criteria) Требования к параметрам портфеля Высокое качество обеспечения Высокое качество обслуживающей компании
Валютный риск заемщиков по кредитным договорам в портфеле	В критериях отбора в качестве валюты устанавливается рубль
Валютный риск КСН	Хеджируется своп-провайдером
Риск процентной ставки	Хеджируется своп-провайдером
Риск досрочного погашения / риск реинвестиций	Моделируется и учитывается при получении рейтинга
Риск задержки платежей	Провайдеры ликвидности Резервные фонды
Налоговые и юридические риски	Идентифицируются и минимизируются с помощью налоговых и юридических консультантов
Риски взаимозачета требований (set-off risks)	Кредиты лицам, имеющим депозиты в банке, не попадают в портфель Создание специальных резервов
Риск банкротства оригинатора	Устраняется путем создания независимой КСН
Риск банкротства обслуживающей компании	Наличие резервной обслуживающей компании
Риск смешения (commingling risk)	Четкие и быстрые процедуры передачи прав требования по кредитам портфеля от оригинатора к КСН с использованием уведомлений
Риск партнеров по сделке (counterparty risk)	К лицам, предоставляющим кредитное усиление, предъявляется требование о рейтинге не ниже рейтинга сделки

- методы экстракции избыточной прибыли из КСН в пользу оригинатора:
  - комиссия за обслуживание;
  - проценты по субординированному кредиту;
  - продажа будущих активов на КСН по повышенной цене (для револьверной структуры);
- правила управления наличностью КСН.

ФИНАНСОВЫЙ КОНСУЛЬТАНТ, ЕГО ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ В СДЕЛКЕ

Для банка, решившего впервые привлечь деньги посредством секьюритизации, организация сделки — серьезное испытание, требующее значительных инвестиций усилий, затрат и времени, но, очевидно, имеющее высокую отдачу в долгосрочной перспективе. Независимый и опытный финансовый консультант с надежной репутацией и знанием последних тенденций на рынке секьюритизации, обладающий огромными контактами с ведущими рыночными игроками, несет уникальные возможности для помощи в организации сделок. На протяжении всех этапов сделки консультант действует в интересах оригинатора, полностью контролируя ход выполнения проекта, координируя информационный поток и деятельность сторон, вовлеченных в сделку, помогая идентифицировать, формулировать и решать важнейшие проблемы, помогая в переговорах и передавая свои знания и опыт сотрудникам оригинатора.

В отличие от инвестиционных банкиров, работающих в первую очередь для инвесторов, финансовые консультанты действуют независимо и в исключительных интересах клиента. В результате таких действий консультант помогает обеспечить:

- максимально быстрое осуществление сделки;
- оптимальные уровни объема и стоимости;
- оптимальную структуру сделки;
- приемлемую документацию в соответствии с рыночной практикой;
- улучшение внутренних процедур и информационной инфраструктуры.