Игорь Зелезецкий,
аналитик группы структурированного финансирования международного рейтингового агентства Moody's Investors Service

РЕЙТИНГ — это оценка вероятности дефолта

ПЕРВОПРИЧИНОЙ ОЧЕРЕДНОГО МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА СТАЛА ПОРОЧНАЯ ПРАКТИКА, СЛОЖИВШАЯСЯ НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ, А ВОВСЕ НЕ БЕЗДЕЙСТВИЕ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ. ИМЕННО ТАКУЮ МЫСЛЬ НАРЯДУ С ПРОГНОЗОМ РАЗВИТИЯ РЫНКА РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В СЛОЖИВШИХСЯ ОБСТОЯТЕЛЬСТВАХ В ЭКСКЛЮЗИВНОМ ИНТЕРВЬЮ ОБОЗРЕВАТЕЛЮ CBONDS REVIEW КОНСТАНТИНУ ВАСИЛЬЕВУ ВЫСКАЗАЛ ИГОРЬ ЗЕЛЕЗЕЦКИЙ, АНАЛИТИК ГРУППЫ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО РЕЙТИНГОВОГО АГЕНТСТВА MOODY'S INVESTORS SERVICE.

Почему рейтинговые агентства оказались не готовы к кредитному кризису и лишь постфактум начали изменять свои оценки?

Финансовые показатели, особенно в секторе ипотечного жилищного кредитования США, ухудшались гораздо стремительнее, чем предполагали рейтинговые агентства и большинство других участников рынка. Мы корректировали стандарты и вводили более строгие критерии оценки кредитоспособности, но мы не предвидели таких темпов и масштабов ухудшения ситуации на американском рынке жилья. Впрочем, никто из участников рынка не имел представления о том, насколько тяжелым может оказаться потенциальный кризис. Ранее мы уже указывали на риски, характерные для низкокачественных (subprime) ипотечных кредитов, и в период 2003–2006 годов мы приняли решение об увеличении уровня кредитной защиты, необходимого для присвоения высоких рейтингов облигациям, обеспеченным ипотечными кредитами. Мы внесли соответствующие изменения в свои методики сразу после того, как нами были собраны необходимые данные по обеспечивающим ипотечным кредитам, и, как следствие, нам пришлось понизить рейтинги больших объемов ценных бумаг.

Нас часто обвиняют то в слишком медленной, то в слишком поспешной реакции на изменение ситуации. В большинстве случаев критика, поступающая в адрес рейтинговых агентств, едва ли оправданна, поскольку по большей части она является результатом недопонимания рейтингов. Применительно к кредитам subprime наши рейтинговые сценарии всегда учитывали высокую степень риска дефолта и возникновения задолженности. Риск непогашения таких кредитов в 7–8 раз выше, чем в случае с нормальными кредитами. Вследствие этого, первая волна кризиса не застала нас врасплох. К тому же, мы должны были воздержаться от слишком поспешного реагирования, которое впоследствии могло бы оказаться неоправданным. Вопреки высказываниям отдельных комментаторов, наше решение сохранить

статус-кво не было направлено на защиту нашей доли рынка. Об этом свидетельствует тот факт, что наша реакция последовала, как только возросли показатели процента дефолтов и задолженностей. Даже при этом интересно отметить, что те, кто критикует нас за слишком замедленную реакцию, это те же люди, которые обвиняют нас в излишней поспешности, когда они плохо позиционированы на рынке.

Кроме того, у некоторых инвесторов отсутствовало понимание методики присвоения рейтингов структурированным инструментам. Эти участники рынка использовали рейтинги не сообразно заявленному предназначению, состоящему, применительно к рейтингам Moody's, в оценке размера ожидаемых кредитных потерь, а в качестве эталона для расчета цены или степени ликвидности соответствующего инструмента. В подавляющем большинстве случаев частичное списание задолженностей, заявленное банками с лета 2007 года, объясняется падением рыночной стоимости соответствующих активов.

Кризис subprime показал нам, что многие не имеют четкого представления о том, что же рейтинг должен измерять. Рейтинг — это проводимая нашими аналитиками оценка вероятности дефолта, а не оценка волатильности, стоимости или ликвидности рейтингуемых ценных бумаг.

Наши рейтинги являются показателями кредитного качества рейтингуемых инвестиционных инструментов. Мы оцениваем кредитный риск, то есть вероятность дефолта и масштаб убытков по наступлению дефолта. Это означает, что мы оцениваем то, насколько велики шансы получения инвесторами вложенных ими средств при наступлении срока погашения ценной бумаги.

Многие инвесторы использовали рейтинги с целью определения текущей рыночной цены и ее волатильности. Но рейтинги присваиваются не для этого. Наши рейтинги предназначены для инвесторов, которые приобретают ценные бумаги и удерживают их до наступления срока погашения. Тем же, кто постоянно покупает и продает ценные бумаги, не следует полагаться на рейтинги, особенно если существуют опасения в связи с ликвидностью, которая может иссякнуть в мгновение ока.

Предположим, мы попытались бы рассчитать степень и рейтинг ликвидности ценных бумаг. В таком случае годом ранее, когда жилищные ипотечные кредиты все еще были высоколиквидными, мы бы присвоили им очень высокие рейтинги ликвидности. Но в тот момент, когда эта ликвидность иссякла, наша реакция последовала бы слишком поздно.

Также очень важно помнить о том, что ликвидность практически невозможно прогнозировать. Такие инструменты, как ипотечные ценные бумаги, могут утратить ликвидность в течение суток. К тому же, включение этого элемента в рейтинги привело бы к их выхолащиванию. Мы были бы вынуждены пересматривать рейтинги каждый день на основании рыночных колебаний, а это прямая противоположность того, к чему мы стремимся, ведь наша задача — дать инвесторам четкое представление о степени вероятности дефолта.

Текущий кризис на финансовых рынках свидетельствует о том, что сделки секьюритизации, то есть инструменты, которые объединяют различные виды кредитных рисков, реагируют на изменение ситуации иначе, чем корпоративные облигации. Не все инвесторы увидели эти различия. Исторический опыт свидетельствует о том, что рейтинги структурированных инструментов отличаются большей устойчивостью, но если они изменяются, эти изменения оказываются гораздо значительнее.

Moody's стремится принять конструктивное участие в деле восстановления доверия на рынках капитала. С этой целью мы, в частности, рассматриваем возможность внедрения услуги, которая позволила бы оценивать степень устойчивость рейтингов. Вполне вероятно, что такая дополнительная информация может быть предоставлена, однако окончательное решение по этому вопросу, скорее всего, будет выработано ближе к концу 2008 года. Предполагается, что такой инструмент послужит источником информации о вероятности колебания рейтингов и степени их чувствительности к изменениям определенных базовых предпосылок.

В общем контексте финансовых рынков Moody's выступает лишь в роли второго плана. Наша задача сводится к присвоению кредитных рейтингов. Конечно, методики анализа могут совершенствоваться, и мы постоянно работаем над этим. Наши рейтинговые методологии также регулярно пересматриваются и обновляются. Особенно важно отметить, что мы должны лучше информировать участников рынка и предельно четко разъяснять им, что означают наши рейтинги, а главное, для чего они не должны использоваться.

Как повлиял на российский рынок секьюритизации мировой кризис?

Хотя на фоне рыночных потрясений, вызванных кризисом на американском рынке низкокачественных (subprime) ипотечных кредитов, темпы эмиссии структурированных ценных бумаг в СНГ замедлились, в странах региона продолжается активная работа по подготовке новых сделок, закрытие которых ожидается после того, как ситуация нормализуется. Поскольку секьюритизация становится стратегически важным инструментом привлечения финансирования для российских банков и корпоративных эмитентов, Moody's ожидает, что на фоне сохраняющегося экономического роста деятельность по размещению ценных бумаг структурированного финансирования продолжится, хотя и при некотором снижении темпов эмиссии.

Последствия кризиса привели к существенному снижению объемов эмиссии структурированных облигаций и сокращению других форм кредитования. Это, в свою очередь, привело к тому, что у многих финансовых организаций по всему миру возникли проблемы с ликвидностью. Россия и СНГ также испытали на себе последствия кризиса, хотя и в разной степени. Особенно заметным оказалось практически полное прекращение выпуска структурированных облигаций на пространстве СНГ с наступлением кризиса. Примечательным исключением из этого стали выпуск облигаций, обеспеченных кредитами малым и средним предприятиям (МСП), организованный компанией «ЮниКредит Атон» на общую сумму 3.88 млрд руб. (первая сделка такого рода в России), и организованная компанией БТА (Казахстан) эмиссия облигаций, обеспеченных диверсифицированными правами требования, на сумму $750 млн.

Это затишье пришло на смену рекордно высоким темпам эмиссии, наблюдавшимся в первой половине года. Прежде чем на рынке сложились те условия, которые мы наблюдаем на текущий момент, российские структурированные облигации с рейтингами Baa2 торговались по цене, равной приблизительно ставке LIBOR + 150 б.п. Несмотря на то что с наступлением кризиса эмиссия облигаций прекратилась, существуют признаки того, что облигации с подобным рейтингом на сегодняшний момент могли бы торговаться по ставке LIBOR + 400 б.п. Это привело к тому, что некоторые оригинаторы перенесли выпуск структурированных облигаций на первый квартал 2008 года (руководствуясь ожиданием того, что к тому времени ситуация на рынках нормализуется).

Несмотря на абсолютное затишье, наблюдаемое на рынке, активность в секторе секьюритизации СНГ не снизилась. Все большее число банков работают над подготовкой новых сделок, и хотя эти усилия пока остаются вне поля зрения участников рынка эмиссии публичных облигаций, количество запланированных выпусков неуклонно растет. Многие потенциальные эмитенты, осознав, что подготовка сделок в любом случае займет несколько месяцев, уже включились в работу в надежде на то, что к тому времени, когда эта работа будет завершена, ситуация на рынке нормализуется.

По состоянию на текущий момент в 2007 году совокупный объем эмиссии структурированных облигаций в России составил примерно $2 млрд (по сравнению с $3.5 млрд в 2006 году). Сумма $2 млрд не включает публичные рейтинги, присвоенные двум кредитным складам (warehouse) на общую сумму $900 млн.

Тогда как в США особую обеспокоенность в настоящее время вызывает кредитное качество субстандартных ипотечных кредитов, кредиты на покупку жилья, секьюритизируемые в СНГ (посредством эмиссии RMBS), по-прежнему характеризуются относительно высоким кредитным качеством. По сути, на данном этапе не наблюдается признаков того, что кризис ликвидности на кредитных рынках оказал какое-либо влияние на качество активов в обеспечении российских сделок структурированного финансирования.

По мнению Moody's, главным следствием мирового кредитного кризиса для российских банков явится некоторое замедление темпов развития банковской системы в результате ограничения доступа российских банков на международные рынки капитала. В 2008 году российские банки, имеющие рейтинги Moody's, должны будут выплатить в общей сложности $19 млрд в счет погашения внешнего долга, преимущественно в форме еврооблигаций, синдицированных и двусторонних кредитов. По мнению Moody's, российские банки не должны столкнуться с серьезными проблемами при погашении внешнего долга, учитывая накопленные ими достаточные объемы ликвидности. Однако им будет гораздо сложнее подыскать замену этим источникам фондирования, в особенности таким, как еврооблигации, и в меньшей степени — синдицированные кредиты, и это, вне всякого сомнения, потребует от них больших затрат. Привлечение капитала с помощью проведения IPO также будет сопряжено с большими трудностями для игроков этого сектора, за исключением крупных государственных банков. Ограничение доступа на международные рынки для российских банков обернется замедлением операций, снижением рентабельности и темпов роста в долгосрочной перспективе. Положение с ликвидностью останется сложным, однако мы не предвидим крупномасштабного кризиса ликвидности в российской банковской системе.

Нынешний кризис ликвидности оказал сдерживающее воздействие на рейтинги российских банков, многие из которых вплоть до лета 2007 года имели очень хорошие перспективы их повышения, поэтому мы не ожидаем значительного роста числа повышенных рейтингов в ближайшем будущем. При этом следует добавить, что за последнее время агентство Moody's пересмотрело рейтинги лишь небольшого числа банков, в основном тех, которые полагались на рыночные источники фондирования, для отражения воздействия на текущее положение с ликвидностью.

Каковы, на ваш взгляд, основные трудности проведения сделок секьюритизации в России?

Большинство сложностей, связанных с особенностями российского рынка структурного финансирования, имеют законодательно-правовой характер. Благоприятное воздействие на российский рынок секьюритизации также оказывает непрерывное увеличение количества рейтингуемых компаний и повышение качества данных финансовой отчетности в плане их надежности и достоверности.

Сделки секьюритизации в России основываются на ряде правовых концепций, которые пока еще не прошли испытание практикой российского судопроизводства. Некоторые вопросы структурного характера, которые часто затрагиваются в юридических заключениях по российским сделкам, недавно были рассмотрены Президиумом Высшего Арбитражного Суда РФ.

Существенные опасения относительно нормативно-правовой базы в России связаны со сроками и эффективностью мер по обращению взыскания на обеспечение облигаций, субординацией и транширование, а также в целом с более низкой, чем на развитых рынках секьюритизации, предсказуемостью решений российских судов по сложным финансовым сделкам, поскольку некоторые российский законы, включая закон об ипотечных ценных бумагах, еще не прошли проверку на практике. К тому же, сохраняется неопределенность в отношении гарантий прав контрагентов в случае несостоятельности оригинаторов.

11 октября 2007 года Президиум Высшего Арбитражного Суда РФ (ВАС РФ) одобрил обзор практики применения арбитражными судами положений Гражданского Кодекса РФ по некоторым правовым вопросам, связанным с уступкой (продажей). В частности, ВАС РФ подтвердил возможность:

- уступки банком прав кредитора по кредитному договору юридическому лицу, не являющемуся кредитной организацией;
- уступки части права (требования);
- уступки права (требования) при отсутствии в соглашении указания на обязательство, в состав которого входило уступаемое право.

Арбитражные суды первой инстанции, как правило, следуют решениям ВАС РФ. Однако до сих пор отмечаются случаи возникновения значительных противоречий

между теорией и практикой правоприменения в российских судах. К тому же, формат и процедуры опубликования судебных решений зачастую не дают четких ответов относительно мотивации по каждому конкретному делу. Тем не менее, решения, вынесенные российскими судами, могут быть обжалованы в судах высшей инстанции, которые, как показывает практика, демонстрируют большую осведомленность в вопросах, связанных с коммерческими транзакциями, и являются более последовательными в анализе обстоятельств дела.

Помимо трудностей правового характера и уже рассмотренного в этой статье снижения аппетита инвесторов к инструментам структурированного финансирования, на объемы и разнообразие сделок, обеспеченных портфелями обязательств российских компаний, оказывает влияние то обстоятельство, что на сегодняшний день относительно немногие из таких компаний имеют кредитные рейтинги. Для урегулирования этого вопроса агентство Moody's разработало несколько методик, которые призваны удовлетворить растущий интерес к рейтингуемым сделкам, обеспеченным портфелями корпоративных долговых обязательств и МСП, не имеющих рейтингов. Более того, росту потенциала секьюритизации портфелей корпоративных заемщиков, отличающихся большим разнообразием, также способствует стабильное увеличение числа рейтингов, присвоенных на протяжении 2007 года. На сегодняшний день общий охват российского рынка Moody's составляет приблизительно 62%. По состоянию на 1 декабря 2008 года рейтинги агентства были присвоены в общей сложности примерно 164 компаниям, включая более 96 финансовых организаций.

Портфели МСП, как правило, включают в себя обязательства компаний, которые не имеют публичных рейтингов. В таких случаях Moody's присваивает расчетные рейтинги каждому базовому заемщику, осуществляет картирование (mapping) внутренней скоринговой системы оригинатора, либо анализирует данные по статистике дефолтов, предоставляемые оригинатором.

Получение точных данных по характеристикам активов и качеству кредитных портфелей за предыдущие годы может представлять определенные трудности в России. Официальные данные по финансовым и долговым показателям, публикуемые российскими федеральными, региональными и муниципальными правительствами, зачастую оказываются менее полными и надежными, чем аналогичные отчеты правительственных органов на более развитых финансовых рынках. Зачастую высказываются обоснованные опасения по поводу надежности и достоверности данных. Исторические данные часто оказываются недостаточными, а данные по «традиционным» активам, таким как потребительские или ипотечные кредиты, зачастую построены не на основе статического пула. Также важно отметить, что данные по результатам исполнения обязательств в составе портфеля, предоставляемые кредиторами на постоянной основе в целях мониторинга, не всегда предоставляются в форме, отвечающей международным стандартам финансовой отчетности. Однако все большее число российских оригинаторов привлекает независимые бухгалтерские компании для проведения анализа данных на предмет их соответствия международным стандартам бухгалтерской отчетности. ©

LOANS.CBONDS
СИНДИЦИРОВАННЫЕ КРЕДИТЫ

ИНФОРМАЦИОННЫЙ РЕСУРС

Loans.Cbonds.info

Синдицированное кредитование в России и СНГ

Информационный ресурс Loans.Cbonds — проект компании Cbonds.ru, посвященный рынку синдицированных кредитов заемщиков из России и стран СНГ. Целевая аудитория сайта — представители банков, инвестиционных компаний, заемщиков и институциональных инвесторов.

Loans.Cbonds — это новости, аналитические материалы, индикаторы рынка, база данных по синдицированным кредитам. Вся информация на сайте находится в свободном доступе. Будем рады разместить Ваши аналитические материалы, пресс-релизы и другую информацию по рынку синдицированных кредитов на нашем сайте.

НАДЕЕМСЯ НА ВЗАИМОВЫГОДНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО!

http://loans.cbonds.info