Максим ПЛЕШКОВ,
руководитель направления оценки кредитных рисков корпоративного сектора, рейтинговое агентство «Рус-Рейтинг»

Подразделение под руководством Максима Плешкова занимается оценкой кредитного риска ипотечных облигаций и сертификатов участия, оценкой надежности управляющих компаний, рисков различных фондов (ПИФ, включая ЗПИФ, НПФ и ETF). Максим является автором методологии оценки кредитного риска российских компаний нефинансового сектора, применяемой в агентстве «Рус-Рейтинг». До начала работы в «Рус-Рейтинге», в 2008 году Плешков работал в департаменте риск-менеджмента Промсвязьбанка, занимаясь оценкой кредитного риска и риска ликвидности эмитентов облигаций нефинансовых компаний. В 1998-2004 годы работал в Страховом акционерном обществе «Гефест», занимаясь управлением инвестиционного портфеля общества, включающего как собственные средства, так и страховые резервы. Максим Плешков имеет диплом Финансовой академии при Правительстве РФ по направлению «Финансы и кредит».

Российские РА в рейтинговании ИЦБ — близкая или далекая перспектива

Оценка кредитного качества ипотечных ценных бумаг (далее ИЦБ) — одна из самых сложных задач, стоящих перед рейтинговыми агентствами. И до последнего времени оценкой кредитного риска российских ипотечных ценных бумаг занимались исключительно международные агентства «большой тройки» — Moody's, Fitch и S&P, накопившие значительный международный опыт в оценке кредитных рисков структурированных финансовых сделок. Так, за 2006–2014 годы из 89 выпусков ипотечных облигаций, секьюритизировавших ипотечные кредиты российского происхождения, размещенных в России и за рубежом, Moody's присвоило рейтинг хотя бы одному из траншей 62 выпусков, S&P — 9 выпусков, Fitch — 4 выпусков, и только летом 2014 года рейтинговое агентство «Рус-Рейтинг» первым из национальных агентств присвоило кредитный рейтинг ипотечным облигациям, выпущенным ипотечным агентом «Московский».

Следует особо отметить, что агентство «Рус-Рейтинг» присвоило рейтинги ипотечным бумагам, выпущенным под залог коммерческой недвижимости, причем всего одного объекта коммерческой недвижимости, тогда как иностранные агентства, как правило, занимаются оценкой кредитных рисков облигаций, секьюритизирующих большие пулы, объединяющие тысячи ипотечных кредитов,

Агентство	Кол-во выпусков ипотечных облигаций с присвоенными рейтингами*	Доля на рынке российских ипотечных облигаций (по количеству выпусков с присвоенными рейтингами), %
Moodys	62	69.66
S&P	9	10.11
Fitch	4	4.49
RusRating	1	1.12
Без рейтингов	15	16.85

* Общее число выпусков больше 89, так как некоторым выпускам были присвоены кредитные рейтинги более чем одного рейтингового агентства.

Таблица 1
Доля рейтинговых агентств на российском рынке ипотечных облигаций

Источники: сайты рейтинговых агентств Moody's, S&P, Fitch, а также информация с сайтов bonds.finam.ru, rusbonds.ru, cbonds.ru

выданных под залог жилой недвижимости. Так, методология оценки кредитного качества ипотечных облигаций, выпущенных под пулы закладных на жилую недвижимость, рейтингового агентства Moody's, являющегося безусловным лидером на внутрироссийском рынке ипотечных облигаций[1], предполагает как оценку кредитного качества каждого ипотечного кредита на основе соотношения коэффициента залог/кредит и ряда корректирующих параметров, так и построение математических моделей для пула ипотечных кредитов, прогнозирующих движение денежных потоков, как правило, на основе логнормального распределения убытков. Далее в соответствии с полученным прогнозом движения денежных потоков выпуск ипотечных облигаций структурируется — определяются объемы и иные параметры старшего и младшего траншей, учитывается дополнительная поддержка кредитного качества бумаг, например, в виде создания денежного резерва, в виде получения гарантий по выпуску и так далее.

Российские рейтинговые агентства, не имея большого опыта в верификации собственных математических моделей, использующихся для структурирования ипотечных облигаций, могут испытывать определенные проблемы с предсказательной точностью своих моделей и, соответственно, допускать большие погрешности в расчетах. Другой проблемой национальных рейтинговых агентств

[1] По 13 выпускам ипотечных облигаций российского происхождения, размещенных за рубежом, доли международных рейтинговых агентств распределились более равномерно. Moody's присвоило рейтинги 8 таким выпускам, S&P — 5, Fitch — 3.

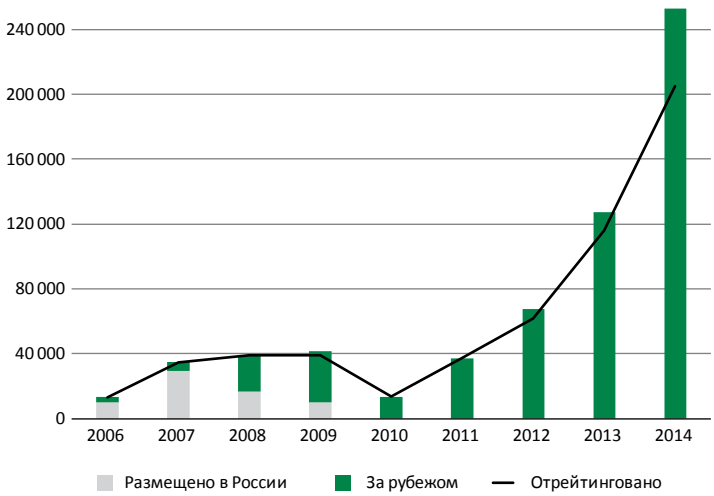

Рисунок 1
Номинальный объем ипотечных облигаций российского происхождения, выпущенных и отрейтингованных, млн руб.

Источники: сайты рейтинговых агентств Moody's, S&P, Fitch, а также информация с сайтов bonds.finam.ru, rusbonds.ru, cbonds.ru

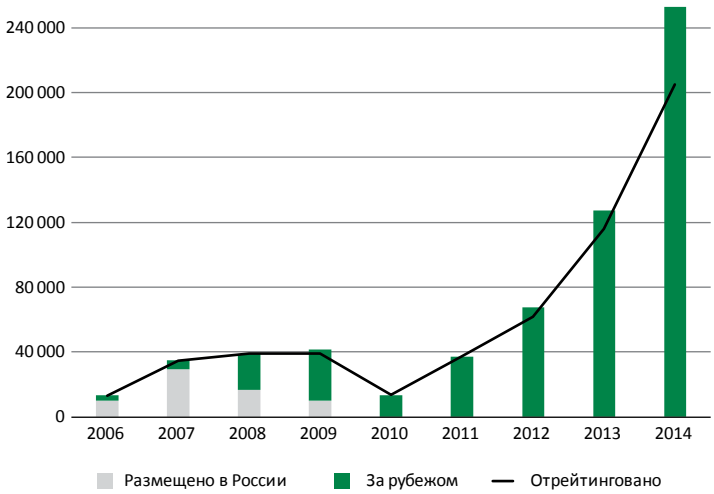

Рисунок 2
Количество выпусков ипотечных облигаций российского происхождения, выпущенных и отрейтингованных

Источники: сайты рейтинговых агентств Moody's, S&P, Fitch, а также информация с сайтов bonds.finam.ru, rusbonds.ru, cbonds.ru

является отсутствие большой базы данных дефолтов эмитентов, позволяющих точнее определить размер ожидаемых убытков в зависимости от уровня рейтинга. Отсутствие наработанной базы данных дефолтов эмитентов приходится восполнять эмпирически.

Вместе с тем в последние годы наметилась тенденция отказа российских эмитентов ипотечных облигаций от рейтингов иностранных агентств. Тенденция обусловлена тремя причинами:

- отсутствием размещений российских ипотечных ценных бумаг за рубежом, начиная с 2009 года;
- наработкой АИЖК собственного опыта оценки кредитных рисков ипотечных инструментов;
- охлаждением интереса российского мегарегулятора к оценкам агентств «большой тройки», зачастую воспринимающимся как политически ангажированные.

Национальным агентствам имеет смысл воспользоваться ситуацией, сложившейся на российском рынке ипотечных ценных бумаг, расширив линейку предоставляемых продуктов и свою компетенцию.

Новой возможностью для национальных рейтинговых агентств является развивающийся рынок ипотечных сертификатов участия (ИСУ).

Только недавно возникший рынок ипотечных сертификатов участия показал неплохой рост в 2014 году. Объем ипотечного покрытия ИСУ, зарегистрированных в 2014 году, составил 26.7% от номинального объема размещенных в 2014 году ипотечных облигаций. При этом 26 ипотечных сертификатов, зарегистрированных в 2014 году, еще не получили реального наполнения ипотечным покрытием, а соответственно, можно ждать еще некоторого увеличения данного сегмента.

Таблица 2. Количество зарегистрированных ЦБ правил ДУ ИСУ и размер ипотечного покрытия сертификатов, первоначально переданный под управление

Год	Количество зарегистрированных правил ДУ ИСУ	Размер ипотечного покрытия, млн руб.
2012	1	1 251.73
2013	6	17 635.39
2014	46	67 504.55

Источники: Банк России, сайты УК, управляющих ИСУ

Таблица 3
Доля рейтинговых агентств на рынке корпоративных ценных бумаг

Источники: Bloomberg, сайты рейтинговых агентств «Эксперт РА», АКМ

Агентства	Ценные бумаги в обращении, имеющие рейтинг	Доля на рынке обращающихся корпоративных ценных бумаг, %
Международные	444	43.74
Moody's	271	26.70
S&P	97	9.56
Fitch	284	27.98
Национальные	**156**	**15.37**
Рус-Рейтинг	39	3.84
Эксперт РА	27	2.66
НРА	95	9.36
АКМ	6	0.59

Ипотечный сертификат выгодно отличается от ипотечных облигаций тем, что это не эмиссионная ценная бумага, — ИСУ быстрее и проще зарегистрировать. ИСУ невозможно разделить на транши, а соответственно, при оценке их кредитных рисков необязательно применять математическое моделирование. Кроме того, в настоящий момент на рынок ипотечных сертификатов участия пока не вышло АИЖК, а это значит, что ипотечное покрытие ИСУ в основном представлено закладными на коммерческую недвижимость, что также облегчает процедуру оценки рисков и присвоения рейтинга. Также на рынке ИСУ пока еще не отмечены международные рейтинговые агентства, а соответственно, конкуренция ниже.

Далее следует отметить, что ИСУ в силу невозможности их структурирования предлагают, как правило, более высокую доходность по сравнению со старшими траншами ипотечных облигаций. Вместе с тем высокодоходные ИСУ, обеспеченные качественной недвижимостью, могут быть интересны как пенсионным фондам, так и страховым компаниям, расширяя их возможности по диверсификации активов и предоставляя, например, пенсионным фондам возможность инвестировать в недвижимость.

С учетом планов Московской биржи, рассматривающей возможность включения ипотечных сертификатов участия в первый котировальный лист на основании присвоенных рейтингов национальных агентств, у российских рейтинговых агентств возникает хорошая возможность получить значительную долю рынка ипотечных ценных бумаг. Вместе с тем увеличивается и ответственность, особенно в рамках растущих требований Банка России.

В заключение отметим, что открывающиеся возможности для национальных рейтинговых агентств на рынке ипотечных ценных бумаг не означают автоматической реализации этих возможностей. Тем не менее на рынке корпоративных облигаций российских эмитентов российские рейтинговые агентства ведут себя достаточно активно и пытаются составить конкуренцию «большой тройке» международных агентств. Так, по состоянию на середину февраля 2015 года из 1015 обращающихся облигационных выпусков российских корпоративных эмитентов[1] рейтинг агентств «большой тройки» имели 444 облигационных выпуска, а рейтинг национальных рейтинговых агентств – 156 выпусков. Доля на рынке корпоративных облигаций наиболее активного локального игрока — Национального рейтингового агентства уже сопоставима с долей Standard and Poor's.

[1] Согласно данным информационного агентства Bloomberg. В общее число корпоративных облигаций включены ипотечные облигации и исключены облигации Внешэкономбанка и АИЖК, которые по классификации агентства Bloomberg относятся к государственным ценным бумагам.