Елена ФАЛЕЕВА,
руководитель управления анализа и контроля рисков, УК «ТРАНСФИНГРУП»

Первая секьюритизация кредитов малому и среднему бизнесу — полет нормальный

Благодаря выработанным стандартам секьюритизации российский рынок с каждым годом становится все более многогранным в части обеспеченных активами бумаг. Помимо секьюритизации ипотечных, розничных и автокредитов, мы дождались секьюритизации кредитов малому и среднему предпринимательству (МСП). В сентябре секьюритизировал часть своего портфеля кредитов МСП Промсвязьбанк, предложив вниманию инвесторов выпуск СФО ПСБ МСБ 2015.

В отличие от ипотечных, розничных и автокредитов, кредиты МСП более разнообразны и менее гранулированы. Различными могут быть условия первичной документации, обеспечение, величина кредита, платежи (аннуитетные, дифференцированные, кредитная линия) и другие показатели. Как следствие, появляется множественность критериев оценки, применяемых для анализа кредитов, а также возникают трудности в прогнозировании денежного потока по пулу.

Важным критерием анализа рисков таких бумаг является оценка стандартов андеррайтинга, сервисинга и мониторинга заемщиков, используемых в банке. Необходимо понять, насколько эффективно банк управляет кредитным риском, вплоть до того, насколько близкими являются взаимоотношения банка с каждым предпринимателем. С другой стороны, неоднородность МСП-кредитов вынуждает и сам банк применять более глубокий анализ и тщательнее изучать каждого заемщика, принимая решения о выдаче такого кредита.

Так как сделка по секьюритизации портфеля МСП-кредитов Промсвязьбанка являлась пилотной, ее параметры были использованы для выработки ключевых критериев оценки подобного рода инструментов. Анализ проведен на основе предоставленных банком данных по пулу кредитов, винтажам, залоговому обеспечению портфеля, эмиссионной документации, а также Due Diligence операционных систем.

КЛЮЧЕВЫЕ ПАРАМЕТРЫ СДЕЛКИ СФО ПСБ МСБ 2015

Облигации выпущены специализированным финансовым обществом (СФО), защищенным от банкротства, правоспособность которого ограничена законом. Сделка реализована в российском праве в рамках ФЗ № 379 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ» (Закон о секьюритизации) и полностью соответствует стандартам. Основным организатором сделки выступил МСП Банк, ответственным хранителем является ДК «Регион», Управляющая компания — «ТМФ РУС», резервный обслуживающий агент — Связь-Банк, юридическое сопровождение сделки провела компания «Бэйкер Макензи».

В рамках выпуска размещены рублевые облигации класса А на сумму 7 млрд руб. со ставкой купона 10.25%. Величина младшего кредита составила 3 млрд руб., или 30% от суммарного объема, что в совокупности с избыточной доходностью (Excess Spread) и резервом специального назначения дает 43.4% внутреннего кредитного усиления и характеризует степень защиты инвестора как высокую. Выпуску присвоен международный рейтинг Moody's инвестиционного уровня Baa3, снижение которого на две ступени запускает процесс амортизации. Сделка имеет двухлетний револьверный период, в течение которого амортизация облигаций класса А не происходит, а все денежные средства от погашения кредитов направляются на покупку новых. После окончания револьверного периода дополнительные покупки кредитов прекращаются, начинается погашение облигаций класса А. Помимо внутреннего усиления сделка имеет значительное количество внешних усиливающих факторов: триггеры на обычную и ускоренную амортизацию (досрочное погашение облигаций класса А в случае выявления каких-либо проблем в сделке, нарушения сторонами основных обязательств, ухудшения качества портфеля), четкие критерии отбора как для новых заемщиков, так и для портфеля в целом.

Ключевые основания для амортизации:

- снижение рейтинга Moody's облигаций класса А на две и более ступени;
- снижение рейтинга Moody's сервисного агента ниже уровня B3;
- превышение среднего значения совокупного остатка по дефолтным кредитам за три предшествующих даты расчетного периода семи процентов от общего объема портфеля, находящегося в обеспечении;
- снижение отношения суммы остатка основного долга (ОД) по кредитам, не являющимся дефолтными, и денежных средств эмитента на залоговом счете к сумме стоимости облигаций на дату размещения и младшего кредита ниже 0.95;
- превышение 15-процентного отношения текущего объема денежных средств в счет поступления по ОД для распределения за вычетом покупной цены, подлежащей уплате эмитентом за приобретенные в течение расчетного периода дополнительные кредиты МСП, к сумме стоимости облигаций на дату размещения и младшего кредита;
- превышение 15% накопленного остатка по основному долгу (ООД) по кредитам с просрочкой 60+ от общего остатка непогашенного ОД по всем кредитам, перешедшим к эмитенту с даты начала размещения облигаций;
- снижение средневзвешенной годовой процентной ставки по портфелю МСП-кредитов ниже 15%;
- снижение объема резервного фонда по итогам двух расчетных периодов подряд до размера менее необходимого;
- несоответствие совокупности прав (требований) критериям портфеля в любом расчетном периоде;
- неисполнение сервисным агентом своих обязательств или его несостоятельность (банкротство, ликвидация и т.д.).

Поскольку МСП обеспечивает весомую занятость населения и, как следствие, снижает безработицу, 10.2% пула имеет поручительство фонда поддержки малого и среднего предпринимательства соответствующего региона, где был выдан кредит, по 7% пула имеется гарантия корпорации МСП. Наличие двух залоговых счетов исключает риск смешения денежных средств и их попадания в конкурсную массу в случае дефолта банка-оригинатора.

Рисунок 1. Ключевые параметры сделки СФО ПСБ МСБ 2015

Транш А	7 млрд руб.	Moody's	Купон	Выплата купона	YTM	Duration	Револьверный период	1. Погашение облигаций класса А не производится. 2. Деньги от погашения кредитов - на покупку новых кредитов.
	70%	Baa3	10.25%	1 раз в месяц	10.75%	2.232	2 года	

ЗАЩИТА ИНВЕСТОРА

ВНУТРЕННЕЕ УСИЛЕНИЕ

43.4%

=

Младший кредит	3 млрд руб. / 30%
+	
Избыточный спред	9.1%
+	
Резерв спец. назначения	4.26%

ВНЕШНЕЕ УСИЛЕНИЕ

Обособленность СФО от рисков банка-оригинатора

Защита СФО от банкротства

Триггеры на амортизацию	Обычная / Ускоренная
Наличие критериев отбора	Для заемщиков / Для портфеля
Option	А+Б<20%
ПОРУЧИТЕЛЬСТВО	Региона / 10.2% пула имеет поручительство фонда поддержки МСП соответствующего региона, где выдан кредит
ГАРАНТИЯ	Гарантии корпорации МСП по 7% пула / До 50% от кредита
Якорным инвестором выступит МСП Банк	Стимул в качественном обслуживании
Использование залоговых счетов	1. Все поступления по кредитному портфелю зачисляются на залоговые счета СФО. 2. Денежные средства по счетам заложены в пользу владельцев облигаций.

Источники: эмиссионная документация, данные по пулу кредитов, предпродажные презентации

Пул кредитов, являющийся обеспечением по облигациям, достаточно диверсифицирован по регионам выдачи: доля крупнейшего не превышает 8%. Треть портфеля составляют кредиты с аннуитетными платежами, около 40% приходится на индивидуальный график, оставшаяся часть — кредитная линия, что несколько усложняет процесс прогнозирования денежного потока и дюрации. Портфель также достаточно диверсифицирован по направлениям бизнеса МСП, однако преобладающими являются оптовая и розничная торговля.

Реальными активами обеспечено 79% портфеля (в основном транспорт, недвижимость, товарно-материальные ценности), остальные 21% не имеют материального залога и обеспечены только поручительством третьих лиц или владельцев самого бизнеса. При этом кредиты, по которым отсутствует материальное обеспечение, — преимущественно микрокредиты. Согласно данным банка, требования на выдачу по ним были существенно ужесточены: теперь они выдаются только под залог собственного жилья с дисконтом в 50%. Средневзвешенный показатель LTV (Кредит/Залог) по обеспеченной части портфеля достаточно высок (64.3%) и, как видно на Рисунке 3, может колебаться

ввиду замены одних кредитов на другие. В реальности показатель LTV ниже, поскольку при оценке объектов залога банк закладывает существенный дисконт. Однако при присвоении международного рейтинга агентство Moody's в своей модели вообще не учитывает наличие залога по кредитам и дает высокую оценку исходя из соображения, что обеспечение полностью отсутствует.

Исторически просрочка по МСП-кредитам заметно выше, чем по розничным и ипотечным кредитам. Как показывает статистика просроченной задолженности (согласно данным ЦБ РФ за последние пять лет), доля проблемных кредитов МСП достигала максимума в 15.6% в июне 2016 года, после чего пошла на спад. Если оценивать уровень просрочки в разбивке по десяти крупнейшим регионам, в которых выданы кредиты, находящиеся в обеспечении по облигациям транша А, то максимума около 20% просрочка достигала в Самарской, Волгоградской, Омской областях и Краснодарском крае. При этом поведение заемщиков от региона к региону неоднозначно: доли проблемных кредитов в Волгоградской и Омской областях продемонстрировали снижение и на текущий момент находятся на уровне 10–13%, тогда как Самарская область и Краснодарский край, наоборот, достигли максимума. Доля просрочки по крупнейшим регионам — Москве, Санкт-Петербургу и Московской области — достигала 17–18%.

По оценке Moody's, recovery rate по пулу кредитов СФО МСП ПСБ 2015 составляет 35%, стрессовый сценарий, по предположению агентства, — 20% дефолтов в пуле, что транслируется в 20%*(1–0.35) = 13% потерь по пулу против кредитного усиления в 43.4%. Таким образом, уровня защиты в инструменте хватает с избытком, чтобы покрыть возможные дефолты.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ КРЕДИТОВ МСП

Помимо соответствия стандартным требованиям (юридическая обособленность от банка-оригинатора, действительность продажи закладных, удовлетворение или покрытие рисков остальных участников сделки, выполнение коэффициентов по пулу кредитов и т.д.), важным аспектом подобного рода сделок, как уже упоминалось, является наличие в банке качественной системы андеррайтинга, сервисинга и мониторинга, которая позволяет банку принимать взвешенные решения, а самое главное, контролировать финансовое состояние заемщика, быстро выявлять первичные признаки возникновения сложностей и оперативно реагировать, не доводя до критической ситуации.

Оценка качества управления кредитным риском банка в части кредитов МСП сводится преимущественно к анализу следующих факторов:

1. Какова кредитная политика банка, его требования к клиентам (например,

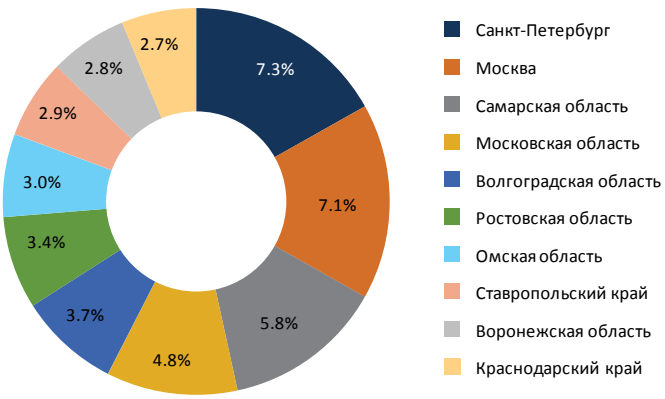

Рисунок 2
Региональная концентрация пула кредитов

Источник: расчет ТФГ по данным пула кредитов, находящихся в обеспечении по облигациям транша А на 05.08.2016.

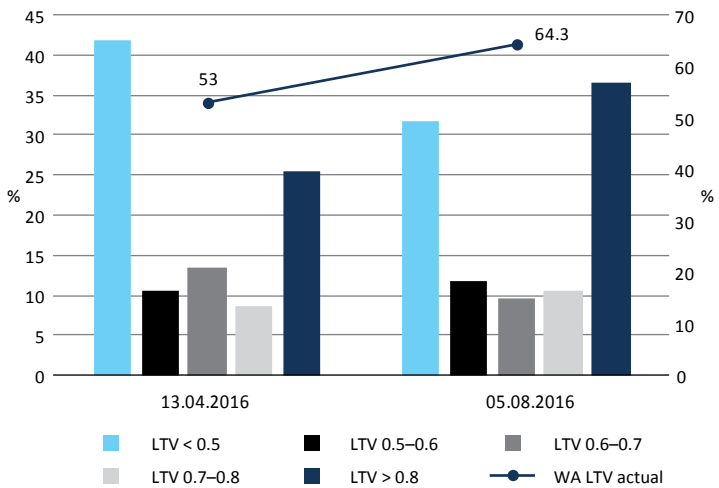

Рисунок 3
Распределение LTV по портфелю

Источник: расчет ТФГ по данным пула кредитов, находящихся в обеспечении по облигациям транша А на 05.08.2016.

месту, отрасли и сроку ведения бизнеса, финансовому положению заемщика, объему выручки, наличию регистраций, гражданства, ООО/ИП, наличию обеспечения и т.д.), в том числе как банк проверяет благонадежность заемщиков и подтверждает клиентские данные.

2. Имеются ли стоп-факторы, при наличии которых кредит далее не рассматривается (например, некредитуемые отрасли, недопустимые цели кредитования).

3. Каковы требования к структуре залога: какова система дисконтов, как банк проводит оценку залога, проводит ли оценку лично, оценивает ли текущую рыночную стоимость и так далее.

4. Каково качество операционных систем, в которых проводятся первичные расчеты и принимается решение о выдаче кредита, хранятся данные о заемщиках и проводится их мониторинг. Очень важно, чтобы система мониторинга позволяла оперативно выявлять наличие финансовых трудностей у заемщиков.

5. Все ли кредиты предоставлены заемщикам, находящимся на обслуживании в этом банке, есть ли обязательное требование по проведению части оборотов по бизнесу через банк, что позволит контролировать их снижение.

6. Как выстроены процессы работы банка с проблемными заемщиками.

7. Имеются ли необходимые документы, методики, положения по работе с кредитами в области МСП, включая документы по работе с проблемной задолженностью.

Оригинатор известен на рынке уникальной экспертизой по МСП, которой многие не хотят заниматься. Промсвязьбанк обладает четко стандартизированной многоэтапной системой оценки кредитного качества МСП-кредитов с набором стоп-факторов, позволяющих отсеивать некачественных заемщиков на начальных стадиях. При принятии решения о кредитовании заемщика банк проводит глубокий анализ его бизнеса, в том числе осуществляет выезд на место ведения бизнеса, проводит оценку личной собственности, включая членов семьи. Кредит проходит шесть ступеней одобрения, около 55% кредитов получают отказ еще до кредитного комитета. Экспертиза производится как по данным официальной отчетности, так и по объективным данным, получаемым кредитным экспертом на месте ведения бизнеса (из данных оперативной отчетности клиента, данных по оборотам по счетам в банках/кассе, фактическому наличию складских остатков и т.д.).

Банк имеет сильную систему on-line мониторинга риск-факторов по заемщикам — EARLY WARNING SYSTEM, которая

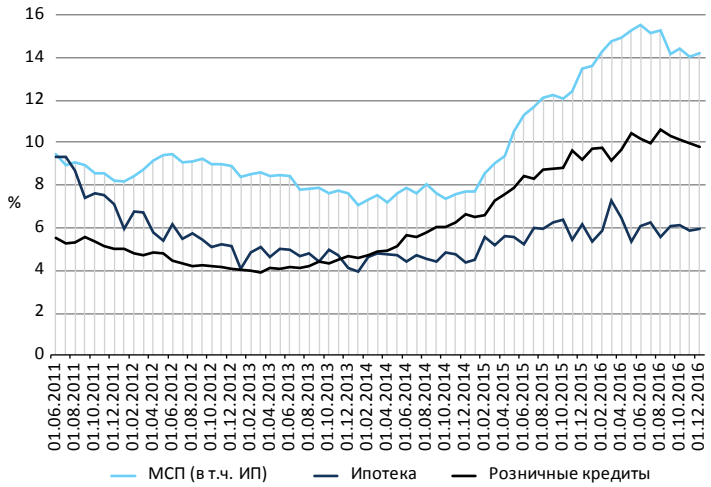

Рисунок 4
Динамика доли просроченной задолженности по кредитам МСП (в т.ч. ИП), ипотечным и розничным кредитам

Источник: данные по просрочке по кредитам МСП, рознице и ипотеке, опубликованные на сайте ЦБ РФ

была разработана после всплеска дефолтов в 2013 году. В случае возникновения риск-фактора, в том числе падения оборотов по бизнесу при отсутствии просрочки по кредиту, заем автоматически попадает в красную зону, и банк проводит оперативный выезд на место ведения бизнеса заемщика.

Несмотря на наличие риск-факторов, которые несут в себе МСП-кредиты, сделка имеет достаточно высокое кредитное усиление, что позволяет инвестору чувствовать себя комфортно при осуществлении долгосрочного инвестирования. Прогнозируемая дюрация — 2.23 года, доходность при размещении составила 10.75%, что транслировалось в спред к ОФЗ в 213 б.п. Под такую премию на рынке торгуется только BB-сегмент. Премия по аналогичному BBB-сегменту — ипотечным ценным бумагам — составляет 150 б.п.

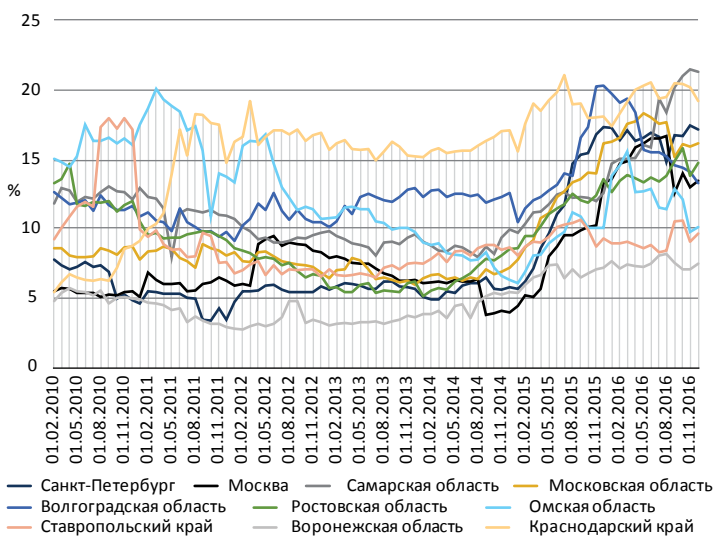

Рисунок 5
Динамика доли просроченной задолженности по кредитам МСП в разбивке по десяти крупнейшим регионам, в которых выданы кредиты, находящиеся в обеспечении по облигациям транша А СФО ПСБ МСБ 2015

Источник: данные по просрочке по кредитам МСП в разбивке по регионам, опубликованные на сайте ЦБ РФ