Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
генеральный директор,
Fieldstone Capital

Рынок CLO в США: анализ типичной сделки

В последние годы CLO (Collateralized Loan Obligations) стали самым популярным типом кредитных секьюритизаций в США. Стойко пережив кризисы и ни разу не потеряв ни одного доллара на уровне AA-рейтингов и выше, эти инструменты пользуются спросом среди всех типов инвесторов — от коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных фондов и управляющих частным капиталом до арбитражеров из хедж-фондов. В рамках статьи мы подробнее обсудим особенности классической структуры CLO и ситуацию на вторичном рынке этих инструментов.

Collateralized Loan Obligation, CLO — ценная бумага, обеспеченная пулом кредитов, выданных корпоративным заемщикам институциональными кредиторами, обычно коммерческими банками.

ЗАКЛАДНЫЕ CLO

Банковские займы компаниям популярны в США и Западной Европе. Во многом такой заем похож на корпоративную облигацию, однако имеет и ряд особенностей. Заем предоставляется компании группой банков, имеет более высокую позицию в капитальной структуре компании-заемщика и гарантирован собственностью компании. Поэтому, в сравнении с корпоративными облигациями, займы исторически имели низкие уровни дефолтов. Кроме того, банковские займы обычно имеют плавающий купон, а значит, они меньше облигаций подвержены рискам, связанным с процентными ставками. Многие инвесторы в долговые инструменты создали в структуре своих компаний развитые отделы по торговле займами, хотя такая торговля технически сложнее, чем трейдинг облигациями. В то же время порядка половины всех банковских займов на рынке, большей частью займы с рейтингами BB и ниже, упаковываются в секьюритизации. Такие секьюритизации и представляют собой CLO, или обеспеченные займовые обязательства.

CLO имеют портфели, в которых приблизительно в равной пропорции представлены бумаги сотен заемщиков, достаточно диверсифицированные между различными кредитными секторами. Эмитенты Collateralized Loan Obligations нанимают управляющие

компании, которые в течение первых лет жизни выпуска могут торговать займами из портфеля CLO. Такая торговля сильно ограничена прописанными в документах по выпуску требованиями к портфелю — как с точки зрения диверсификации, так и с точки зрения кредитного качества. Таким образом, портфель CLO меняется с течением времени, и важным фактором при определении качества CLO является опыт и профессионализм управляющей компании.

СТРУКТУРА CLO

Многие секьюритизации в США не только включают рискованные бумаги в портфели, диверсифицируя риски, но и позволяют установить приоритеты, в соответствии с которыми инвесторы получают процентные выплаты из портфеля и возвращают вложенные инвестиции. Инвесторы, покупающие высоконадежные инструменты (банки, пенсионные фонды, страховые компании), соглашаются на более низкие купонные выплаты в обмен на гарантию того, что они окажутся в первой очереди на выплату купона и погашение. Инвесторы, способные брать на себя более высокие кредитные риски, соглашаются на вторые роли в обмен на более высокие купонные ставки. Такое перераспределение рисков называется траншированием. Фактически денежные потоки инвесторов второй очереди выглядят так, как будто инвесторы старших траншей предоставляют им финансирование на покупку портфеля займов, то есть предоставляют плечо, левередж.

Технически транширование заключается в выпуске облигаций A, B, C, D и так далее. Обычно эти облигации имеют рейтинги Aaa, Aa2, A2, Baa2, Ba3, и цепочка облигаций завершается траншем без рейтинга (его называют equity-траншем). Все деньги, поступающие от закладных, накапливаются на специальном счете и четыре раза в год используются для выплаты купона A, затем купона B, C и так далее. Затем деньги, оставшиеся от выплат купонов закладных, передаются equity, а деньги, поступившие от погашений закладных, используются для покупки новых закладных или погашения траншей в порядке старшинства, то есть начиная с A и далее.

Если портфель испытывает кредитные трудности, начинают срабатывать тесты покрытия. Если проблемы не столь значительны, первым срабатывает тест, отключающий денежные потоки от equity-транша и перенаправляющий их на покупку дополнительных закладных. Когда положение несколько хуже, следующий тест направляет эти деньги уже на амортизацию Aaa транша, а если тот уже амортизирован — на Aa2 и так далее. Если проблемы серьезней, следующий тест выключит выплаты купона Ba3 траншу и использует «сэкономленные» деньги на амортизацию Aaa. Тесты есть под каждым траншем, начиная с Aa2, то есть, если дела совсем плохи, сделка не будет платить купоны никому, кроме владельцев Aaa и Aa2 траншей, до тех пор, пока они не будут полностью выплачены. Этот многоступенчатый механизм кредитной защиты хорошо зарекомендовал себя в сделках с различными типами закладных и называется cash flow CDO-структурой.

На протяжении более десяти лет рейтинговые агентства присваивали рейтинги различным сделкам CDO. Рейтинг транслируется в вероятность дефолта облигации. Часто это теоретическое соответствие не реализовывается на практике. В то же время, присваивая одинаковые рейтинги облигациям разных CLO, агентства поощряют стандартизацию структур и рынка в целом. Например, Ba3-транши CLO из разных сделок обладают похожими свойствами, и часто рыночные участники могут сравнивать их цены, купоны и другие характеристики.

Схожесть CLO и CDO — повод для беспокойства?

Итак, CLO имеет CDO-структуру. Механика CDO-структур была отработана в течение последних 20 лет на многих сделках. Некоторые из них имели серьезные проблемы с портфелем закладных. Наиболее ярко это проявилось в случае с CDO ипотечных секьюритизаций, где в качестве закладных выступали транши ипотечных сделок. Корреляция в портфелях таких сделок была практически равна единице, кроме того, ипотечные транши с низкими рейтингами были способны достаточно быстро обнулиться при движении ипотечного рынка вниз.

Допустим, у вас есть портфель ипотечных займов, который вы секьюритизируете, выпустив транш B. Его размер составляет всего 3% портфеля, и транш начинает терять деньги, как только потери в портфеле за-

кладных превысят 5%. То есть при потерях в 6% вы лишаетесь трети вашего транша B, а при потерях в 8% вы теряете весь транш. Как это ни странно звучит в ретроспективе, такие транши B и составляли портфели ABS CDO. Увеличение потерь на 3% в ипотечных портфелях практически ликвидировало все закладные в портфелях ABS CDO, обнуляя миллиардные сделки. Такие CDO стоили состояний своим владельцам и сформировали недобрую репутацию термину CDO в период кризиса 2008 года.

Другим примером из начала 2000-х годов являются HY CDO, где в качестве диверсифицированных закладных выступали корпоративные облигации с фиксированным купоном. Сделки владели огромными хедж-контрактами, свопами, которые обменивали фиксированный купон закладных на плавающий купон для траншей. Потери в портфелях вызывали серьезное нарушение хеджирования. В результате сегодня современным CLO запрещено инвестировать в облигации с фиксированным купоном.

Несмотря на эти истории, следует помнить, что сама CDO-структура работала во всех случаях безупречно: как только портфели начинали рушиться, структура делала то, зачем она создавалась — отрезала денежные потоки от траншей с низкими рейтингами, чтобы максимально компенсировать потери владельцам старших (Aaa и Aa) траншей. Поэтому такая структура применяется и по сей день, но с диверсифицированными портфелями корпоративных займов, в формате, в котором за последние 20 лет она ни разу не дала сбой. Этот тип сделок называется CLO.

ПРИМЕР ТИПИЧНОЙ СДЕЛКИ

Рассмотрим в качестве примера конкретную сделку CLO, которая была реализована в США в 2014 году.

Сделка была закрыта 15 июля 2014 года, первый платеж по ней состоялся 28 января 2015 года. Платежи по сделкам CLO проходят раз в квартал, но длинный период перед первой выплатой необходим, чтобы дать управляющей компании время на покупку закладных. Обычно в момент закрытия портфель содержит лишь часть закладных, необходимых сделке, а остаток приобретается до определенной даты незадолго до первого платежа — в данном случае этой датой было 12 декабря 2014 года. Управляющая компания, работающая со сделкой, хорошо известна на рынке, стиль ее управления и качество займов, приобретаемых в портфель, были понятны еще до того, как портфель оказался полностью сформирован.

Капитальная структура сделки достаточно типична (см. Таблицу 1). Заметьте, что спреды по траншам структуры обычно отражают те уровни, которые складываются на рынке в момент закрытия.

Уже к концу сентября 2014 года сделка имела 1499 млн закладных и всего $3 млн для покупки закладных. Это меньше, чем сумма балансов траншей, выпущенных сделкой. Дело в том, что организация сделки связана с определенными затратами, они покрываются из средств, вырученных от продажи траншей. При этом транши с рейтингом Ba3 и equity-транши часто продаются с дисконтом. Одна из затрат сделки в первый день — выплата банку накопленного купонного дохода (НКД) по закладным, которые в день закрытия сделки приобретаются с книг банка. Дело в том, что пока сделка не закрылась, ее формально нет, и банк аккумулирует закладные для сделки на своих книгах. Затраты на выплату НКД, конечно, вернутся к инвесторам в форме купонных выплат уже в первый платеж. Другие затраты — это компенсации за услуги банку, рейтинговым агентствам, аудиторам, юристам и так далее.

Таблица 1
Капитальная структура сделки CLO

Транш	Формула купона, %	Рейтинг (Moody's / Fitch)	Баланс
A1	LIBOR+1.43	Aaa / AAA	930 000 000.00
A2	LIBOR+2.10	Aa2	163 225 000.00
B	LIBOR+2.95	A2	83 925 000.00
C	LIBOR+3.45	Baa3	107 500 000.00
D	LIBOR+4.85	Ba3	100 100 000.00
Equity			157 350 000.00
Общий объем выпущенных облигаций			**1 542 100 000.00**

	A1	A2	B	C	D	Equity
28.01.2015	1.7	2.3	3.2	3.7	5.1	19.8
28.04.2015	1.7	2.4	3.2	3.7	5.1	21.0
28.07.2015	1.7	2.4	3.2	3.7	5.1	22.8
28.10.2015	1.7	2.4	3.2	3.7	5.1	19.7
28.01.2016	1.8	2.4	3.3	3.8	5.2	21.4
28.04.2016	2.1	2.7	3.6	4.1	5.5	19.2
28.07.2016	2.1	2.7	3.6	4.1	5.5	20.1
28.10.2016	2.3	3.0	3.8	4.3	5.7	20.4

Таблица 2

Квартальные купонные ставки (годовой купон) траншей и эффективный годовой купон equity, %

Купоны траншей не фиксированы, но привязаны к изменению ставки LIBOR3M. Годовые купонные ставки траншей структуры (то есть квартальные ставки, умноженные на четыре для всех периодов, кроме первого) представлены в Таблице 2. Такое поведение купонных ставок (плавающий купон) защищает инвесторов от процентных рисков: рост процентных ставок на рынке компенсируется ростом купона траншей, и рыночные цены траншей не изменяются.

Обратите внимание на купоны для equity-транша, приведенные в Таблице 2. Equity-транш получает избыток купона закладных (интереса)[1] после купонных выплат остальным траншам и платежей администратору, трасти и портфельным управляющим (из трех выплат последняя обычно значительно выше двух остальных). Фактически equity-транш получает компенсацию за риск потерь — ведь он последний не только в порядке выплат купонов, но и в порядке амортизации баланса траншей.

Кроме того, существует риск возникновения обстоятельств, при которых equity-транш будет отрезан от денежных потоков по купону сделки и все, что ему причиталось, будет направлено на покупку дополнительных закладных или на амортизацию транша A1 (далее A2, B, C, D — в таком порядке). Первый сценарий, связанный с покупкой дополнительных закладных, реализуется, если тест покрытия транша D упадет ниже уровня триггера теста отклонения интереса. Тест покрытия для каждого транша вычисляется по формуле:

$$t_n = \frac{K}{\sum_{i=1}^{n} A_i},$$

где K — сумма балансов всех закладных, включая наличные, предназначенные для покупки закладных или амортизаций траншей, а $\sum_{i=1}^{n} A_i$ — сумма балансов всех траншей, от самого старшего A_1 до A_n.

В частности, для теста D

$$t_D = \frac{K}{A1 + A2 + B + C + D}$$

Если t_D ниже, чем 1.0532 (105.32%), но выше 102.5%, то вместо выплат equity-траншу купон пойдет на покупку дополнительных закладных[2]. Если же результат опустится ниже 102.5%, то вместо покупки закладных начнется амортизация транша A1. Хотя в целом сделке, конечно, выгодней купить закладные с купоном LIBOR+4.2%, а не амортизировать транш с купоном LIBOR+1.43%, падение ниже 102.5% рассматривается как сигнал надвигающихся проблем, и сделка начинает «спасать» старший транш. Кроме того, если тест покрытия для транша C упадет ниже 110.76%, то произойдет то же самое, но денежный поток интереса будет отрезан и от транша D. Вместо выплат купона траншу D и equity-траншу сделка начнет использовать интерес для погашения A1. И так далее. Тесты покрытия есть под всеми траншами, начиная с рейтинга AA: если тест покрытия A2 падает ниже 120%, то отрезаются все транши, кроме A1 и A2. Срабатывание теста покрытия еще не означает, что транши ниже теста никогда не получат выплат. Как только тесты восстановятся, выплаты возобновятся, задолженность по купонам будет компенсирована. Очевидно, что в сделке, которую мы

[1] Interest, Proceeds in the Interest Collections Account.

[2] Конкретные значения триггеров тестов покрытия, как и другие численные параметры сделки, устанавливаются структурирующим банком так, чтобы рейтинговые агентства в своих моделях смогли подтвердить рейтинги траншей, в то же время инвесторы должны быть согласны с такими параметрами.

рассматриваем, тесты покрытия никогда не срабатывали.

По аналогии рассчитываются и тесты покрытия купона: рассматривается отношение всего купона закладных к купонным выплатам на определенном подмножестве траншей. Нарушение этого теста может привести к амортизации транша A1 и других траншей.

Структура, описанная выше, повторяется практически во всех CLO. Эти сделки могут различаться точными размерами траншей, значениями тестов покрытия, условиями, на которых возможна покупка новых закладных в портфель и так далее. Однако логика денежных потоков одинакова.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК CLO

Поговорим о том, как рынок торгует подобными бумагами после их выпуска. Некоторые инвесторы не занимаются активной торговлей и держат транши годами. В отличие от других видов левереджа (плеча) в финансах, этот тип левереджа устанавливает спред финансирования (спред AAA-транша) до конца жизни сделки. Инвестор не чувствует ценового риска портфеля в денежных потоках до тех пор, пока этот риск находится в разумных пределах[1].

Для инвесторов, которые предпочитают активно торговать на этом рынке, существуют два механизма продажи: более 50 брокерских фирм, работающих с CLO, или аукционы. Данные по торгам через брокерские фирмы не разглашаются. На аукционах оглашается не цена, выигравшая аукцион, а цена, занявшая второе место. Иногда — точно, иногда — по порядку величины. Например, транш D рассмотренной выше сделки торговался по ценам чуть выше 80% на пике проблем второй половины 2015 года, что соответствовало дисконтной марже порядка 800 б.п. В то же время, в начале 2015 года цена была выше 92%, что транслируется в 600 б.п. дисконтной маржи. По состоянию на осень 2016 года этот транш торгуется по цене около 90%, что соответствует дисконтной марже в 670 б.п.

Падение рынка в начале 2016 года сильно дифференцировало сделки по наличию в структуре займов, связанных с нефтяной и газовой индустрией. Некоторые BB-транши можно было купить с доходностями на уровне 15%, в то время как другие торговались с доходностями ниже 10%.

Важно отметить, что владелец CLO-транша получает текущий купон, а это (в случае D или equity, например) значительно понижает эффективный базис покупки.

На другом конце кредитного спектра — транш A2 рассмотренной выше сделки: насколько нам известно, он никогда не торговался ниже 99.5% с дисконтной маржой от 230 б.п. в декабре 2015 года до 205 б.п. осенью 2016 года.

Есть много параметров, по которым рынок оценивает CLO. Это и концентрации различных кредитных секторов, и качество и репутация управляющей компании. Благодаря механизму аукционов и огромному числу брокерских фирм, торгующих на рынке CLO, ликвидность продукта значительно повысилась, фактически любой CLO-транш получает спрос и bid от рынка в течение получаса.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рынок CLO в США обеспечивает устойчивый механизм финансирования для частных компаний, выпуская транши бумаг на общую сумму около $100 млрд в год.

Инвесторам он дает возможность участвовать в американском рынке корпоративного долга с разным уровнем риска и доходности. Даже скорректированные с учетом рисков доходности equity-траншей являются двузначными. CLO с рейтингом Aaa торгуются на уровне LIBOR+150 б.п. То есть практически на любом уровне риска CLO обеспечивают более высокие доходности, чем другие инструменты с теми же рейтингами.

Рынок CLO достаточно стандартизован, анализ CLO облигаций у активных участников рынка занимает лишь несколько минут, ликвидность вторичного рынка достигла исключительно высокого уровня. CLO привлекают все больше новых инвесторов, ранее фокусировавшихся только на обычных корпоративных облигациях.

Похоже, CLO как класс бумаг достигли зрелости и прочно заняли свое место в списке инструментов с фиксированным доходом.

[1] Займы с рыночными ценами ниже 80% не учитываются полностью при вычислении тестов покрытия. Таким образом, существенное падение цен может повлиять на денежные потоки.