Станислав НАСТАСЬИН,
вице-президент, старший аналитик, Moody's

Секьюритизация кредитов, выданных для финансирования покупки сотовых телефонов: мировой опыт

Кредитное качество сделок секьюритизации кредитов, выданных для финансирования покупки сотовых телефонов, как правило, зависит от кредитоспособности заемщиков в секьюритизируемом портфеле, кредитного качества контрагентов в сделке и самой структуры сделки. Это означает, что на них влияют практически те же факторы, которые характерны для сделок секьюритизации других видов активов, например, автокредитов или потребительских кредитов. Вместе с тем сделки секьюритизации кредитов, выданных на покупку сотовых телефонов, имеют и свои специфические особенности, оказывающие влияние на их кредитное качество, такие как нематериальная ценность сотовых телефонов для их владельцев (как символ статуса владельца) и способность оператора сотовой связи обеспечивать и поддерживать высокое качество связи.

В Японии рейтинговое агентство Moody's присваивает рейтинги сделкам секьюритизации кредитов, выданных для финансирования покупки сотовых телефонов, начиная с 2007 года. Бóльшая часть японских сделок была запущена компанией SoftBank Corp., которая является дочерней структурой группы SoftBank (SoftBank Group Corp.) – одного из крупнейших провайдеров услуг сотовой связи в Японии. В США компания Verizon Communications Inc. является на данный момент единственным провайдером услуг сотовой связи, использующим сделки секьюритизации для рефинансирования таких кредитов. В Великобритании первая сделка

секьюритизации таких активов была закрыта в 2016 году компанией Virgin Media Mobile.

ОПИСАНИЕ АКТИВОВ

Права требования по кредитам

Рассматриваемые сделки секьюритизации обычно обеспечены портфелем прав требования по беспроцентным необеспеченным кредитам с равномерным погашением в течение срока от 18 месяцев до трех лет.

Ежемесячные выплаты по кредитам, выданным на покупку сотового телефона, обычно включаются в счет, выставляемый ежемесячно за телекоммуникационные услуги. Заемщики обязаны платить по таким кредитам даже в случае расторжения договора на предоставление телекоммуникационных услуг, потому что кредитный договор и договор на предоставление услуг связи являются двумя независимыми друг от друга договорами.

Виды устройств, на покупку которых обычно можно получить кредит, включают в себя сотовые телефоны, планшеты, мобильные точки доступа и другие схожие аксессуары. Но львиная доля кредитов все же приходится на займы, выданные на покупку сотовых телефонов.

Основные условия кредитных договоров практически не отличаются в разных странах, включая Японию и США, но, тем не менее, некоторые аспекты кредитных договоров могут отличаться от страны к стране или даже от провайдера к провайдеру.

Заемщики

В Японии бóльшая часть заемщиков по договорам финансирования покупки сотовых телефонов имеет первоклассную кредитоспособность. Кредиты на приобретение сотовых телефонов получили широкое распространение в Японии за последние десять лет даже среди состоятельных клиентов, которые могут себе позволить приобрести мобильные устройства без получения кредита. Это объясняется тем, что обычно такие кредиты являются беспроцентными, что дополнительно привлекает клиентов.

Более того, в Японии кредитоспособность заемщиков в секьюритизированных портфелях выше, чем средняя кредитоспособность заемщиков в совокупном портфеле таких кредитов по стране. Это связано с тем, что в сделках секьюритизации применяются дополнительные требования к кредитному качеству заемщиков. Одним из таких ограничений является, например, требование к минимальному сроку, который может пройти со дня выдачи кредита новым заемщикам, впервые приобретающим мобильное устройство в кредит.

В США кредитоспособность заемщиков в секьюритизированных портфелях может быть любой, при этом значительная доля приходится на заемщиков с низкой кредитоспособностью, у которых кредитная история либо отсутствует вовсе, либо охватывает очень короткий промежуток времени.

Что касается гранулярности, то обычно секьюритизированные портфели имеют высокую степень диверсификации с числом кредитов в одном портфеле от нескольких сотен до нескольких тысяч и больше.

КОНТРАГЕНТЫ ПО СДЕЛКАМ

Оригинаторы

В Японии компания SoftBank, входящая в тройку крупнейших сотовых операторов, периодически секьюритизирует кредиты, выданные на покупку мобильных устройств. Другие провайдеры мобильной связи из большой тройки, NTT DOCOMO, INC. и KDDI CORPORATION, также предлагают кредиты для финансирования покупки сотовых телефонов, но не пользуются секьюритизацией как инструментом фондирования. SoftBank более десяти лет назад первым из тройки предложил своим клиентам такие кредиты и регулярно рефинансирует их в рамках сделок секьюритизации.

В США единственным оператором сотовой связи, который проводил сделки секьюритизации кредитов на покупку телефонов, является компания Verizon Communications Inc.

В Великобритании первая сделка секьюритизации таких активов была запущена сотовым оператором Virgin Media Mobile в 2016 году.

Сервисные агенты

Компания-оригинатор, которая выдала кредиты на покупку мобильных устройств, обычно также выступает в роли сервисного агента. В задачи сервисного агента входит, помимо прочего, сервисное обслуживание кредитов, сбор платежей и трансфер собранных платежей на счет эмитента.

КРЕДИТНЫЕ РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С АКТИВАМИ

Риск дефолта заемщика

Вероятность дефолта заемщика зависит большей частью от его кредитоспособности и макроэкономических факторов. Однако для данного типа активов характерно то, что технические проблемы (например, проблемы с качеством связи или дефекты сотовых телефонов) также могут негативно повлиять на желание заемщика платить по кредиту.

В Японии, США и Великобритании для оценки кредитоспособности заемщиков операторы сотовой связи могут использовать данные, предоставляемые бюро кредитных историй. Оригинаторы также могут использовать собственные источники информации, например, данные по платежам клиента по другим контрактам с данным оператором связи в прошлом. В то время как по другим классам активов для оценки кредитоспособности заемщика в первую очередь используются данные бюро кредитных историй, в случае с кредитами, предоставляемыми на покупку мобильных устройств, андеррайтинг главным образом основан на продолжительности договорных отношений между заемщиком и данным провайдером и истории платежей этого заемщика по договорам предоставления телекоммуникационных услуг.

На вероятность дефолта заемщика также оказывают влияние дефекты самих мобильных устройств. Размер этого риска зависит от многих факторов, включая серьезность дефекта и способность производителя устройства быстро починить или полностью заменить неисправное устройство на новое.

Уровень чистых поступлений от ликвидации дефолтных кредитов (Recovery)

В случае с кредитами, предоставленными на приобретение мобильных устройств, вероятность возврата средств после дефолта невысока. Причиной этого являются сравнительно высокие административные расходы операторов сотовой связи, которые они несут при попытках реализации подержанных телефонов в случае дефолта заемщиков. Это объясняется в первую очередь большим количеством кредитных договоров, обеспечивающих сделки секьюритизации, что делает административные расходы, связанные с реализацией подержанных телефонов, непомерными, даже когда мобильные устройства имеют определенную ценность.

В структурах японских сделок «компания — держатель обеспечения» (Trustee) обычно передает дефолтные кредиты оригинатору, который является владельцем младшего субординированного транша. Таким образом, держатели старших траншей не получают никаких поступлений от ликвидации дефолтных кредитов.

РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С КОНТРАГЕНТАМИ В СДЕЛКЕ

Критерии андеррайтинга и процедуры сервисного обслуживания

Андеррайтинг кредитов и их последующее сервисное обслуживание оказывают значительное влияние на показатели кредитного качества кредитов.

Согласно данным, полученным агентством Moody’s, японские оригинаторы в последнее время ужесточили критерии андеррайтинга и улучшили процессы, направленные на предотвращение мошенничества. Показатели кредитного качества портфеля кредитов, выданных для финансирования покупки мобильных устройств, значительно выросли в результате таких действий.

Что касается рисков, связанных с сервисным агентом, в Японии сравнительно легко передать функции сервисного обслуживания кредитов от одного сервисного агента другому, поскольку эти функции относительно просты и могут быть переданы другому сервисеру независимо от функций выставления счетов за телекоммуникационные услуги.

Также стоит отметить, что в японских сделках секьюритизации кредитов, выданных на покупку сотовых телефонов, помимо основного сервисного агента на дату закрытия сделки обычно назначается резервный сервисный агент, что дополнительно снижает операционные риски сделки.

Качество телекоммуникационных услуг

Качество мобильной связи может оказать значительное положительное или отрицательное влияние на показатели кредитного качества портфеля, то есть на уровни просрочек и дефолтов.

Сотовые телефоны стали важной частью повседневной жизни. Поэтому телекоммуникационные услуги, неизменно обеспечивающие качественную и устойчивую связь, повышают готовность заемщика платить по кредиту, предоставленному на покупку телефона.

И напротив, ухудшение качества услуг связи вероятнее всего понизит готовность заемщика платить по кредиту. Оператор сотовой связи, испытывающий финансовые проблемы, может быть не в состоянии поддерживать коммуникационную инфраструктуру на уровне, необходимом для обеспечения качественной связи. Это может привести к повышению частоты дефолтов заемщиков и их переходу к другому провайдеру.

В крайних случаях, когда в отношении оператора сотовой связи начинается процедура банкротства, что приводит к остановке его деятельности, заемщики могут полностью отказаться платить по кредиту. Вероятность полного отказа платить по кредиту зависит также от того, заблокированы ли эти телефоны для работы в сетях других операторов[1].

По мнению агентства Moody's, риск влияния качества телекоммуникационных услуг на показатели кредитного качества сделки секьюритизации может зависеть от следующих факторов:

- финансовой устойчивости оператора сотовой связи;
- вероятности того, что оператор сотовой связи будет ликвидирован в результате банкротства, а не спасен путем реструктуризации;
- доли рынка, занимаемой провайдером услуг связи (его позиции на рынке, размера бизнеса, числа абонентов и так далее);
- возможности использования мобильных устройств для работы в сетях других операторов (факт того, заблокированы телефоны или нет).

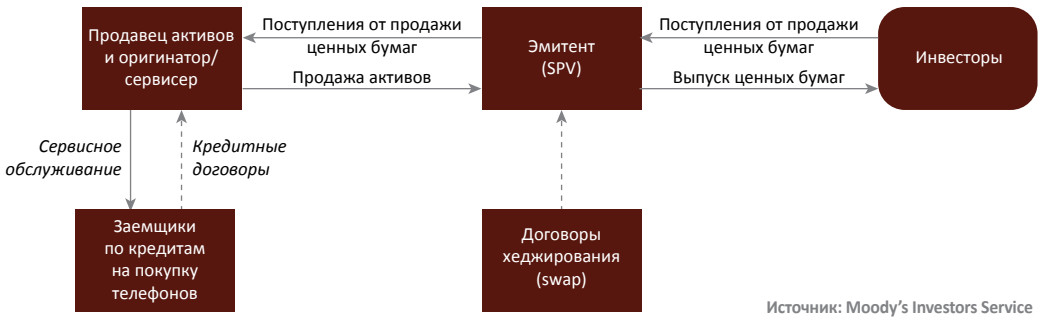
ОПИСАНИЕ СТРУКТУРЫ СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Эмитентами ценных бумаг, обеспеченных кредитами, выданными на приобретение сотовых телефонов, являются защищенные от банкротства спецюрлица (special purpose vehicles — SPV), которые приобретают права требований по кредитам в рамках сделки действительной продажи (true sale). Транш первых убытков (так называемый first-loss piece) обычно выкупается оригинатором. На Рисунке 1 представлена примерная схема структуры сделки секьюритизации кредитов, финансирующих покупку мобильных телефонов.

На дату закрытия сделки оригинатор продает портфель активов защищенному от банкротства спецюрлицу. Обычно оригинатор также выступает сервисным агентом в сделке. Эмитент размещает ценные бумаги для финансирования покупки портфеля активов. Обычно в рам-

[1] В США все сотовые телефоны разблокированы и могут быть подключены к сети любого оператора. В Японии телефоны заблокированы, но могут быть разблокированы по запросу клиента.

Рисунок 1. Типичная сделка секьюритизации кредитов, выданных для финансирования покупки сотовых телефонов



Источник: Moody's Investors Service

ках транзакции выпускаются только два транша. Старший транш продается инвесторам, а младший транш выкупается оригинатором.

МЕХАНИКА ПОТОКОВ ПЛАТЕЖЕЙ СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

В Японии все транзакции секьюритизации являются статическими, то есть в сделках не предусмотрены револьверные периоды. Механизм порядка распределения поступлений — так называемый водопад платежей — сравнительно прост и предусматривает последовательную выплату процентного дохода по выпущенным облигациям. Основной долг распределяется пропорционально выпущенным траншам (pro-rata) с требованием соблюдения минимальной субординации для защиты старшего транша. В сделках также предусмотрены триггеры перехода на последовательное погашение траншей в случае реализации негативных сценариев, например, когда дефолты превышают определенный уровень.

Транзакции секьюритизации, проводимые в США, обычно предусматривают двухлетний револьверный период, за которым следует период амортизации с последовательным погашением траншей.

Как в США, так и в Японии поддержка кредитного качества облигаций осуществляется путем субординации облигаций, а также за счет избыточного спреда.

Избыточный спред

Избыточный спред представляет собой разницу между доходом, который генерирует портфель активов, старшими расходами эмитента на оплату услуг контрагентов по сделке и купонными платежами в пользу держателей выпущенных облигаций. Избыточный спред используется для покрытия первых убытков в сделке, а также для пополнения резервного фонда, если это предусмотрено в структуре транзакции. Помимо этого, избыточный спред может быть использован для ускоренной амортизации облигаций в случае срабатывания соответствующего триггера в сделке, опять же если это было изначально предусмотрено в структуре.

Средства, оставшиеся после выплат по всем позициям в водопаде платежей, обычно выплачиваются в пользу оригинатора или сервисного агента.

Резервный фонд

В сделках секьюритизации кредитов, выданных для финансирования покупки сотовых телефонов, обычно предусмотрено наличие резервного фонда, средства которого могут быть направлены на погашение убытков в сделке (если избыточного спреда было недостаточно), а также на покрытие проблем с ликвидностью, например, в случаях, когда платежи заемщиков в определенный платежный период по какой-либо причине не поступили на счет эмитента.

В японских сделках средства резервного фонда могут быть использованы для оплаты старших расходов эмитента и выплаты процентного дохода по старшим траншам в течение жизни транзакции, а также в редких случаях для выплаты основного долга по облигациям в дату крайнего срока погашения облигаций.

КРЕДИТНЫЕ РИСКИ В СТРУКТУРАХ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Передача активов/действительная продажа/защита от банкротства

Как правило, вопросы передачи активов на баланс эмитента, действительной продажи активов и защиты от банкротства эмитента стандартизированы в каждой юрисдикции. В этом плане сделки секьюритизации кредитов, выданных для финансирования покупки мобильных устройств, ничем не отличаются от сделок секьюритизации других классов активов.

Риск смешения средств

Эмитент может столкнуться с риском нехватки средств для выплаты купона по облигациям в случае, если сервисный агент не переведет средства, собранные от заемщиков в секьюритизированном портфеле. Этот сценарий может реализоваться в случае банкротства сервисного агента, когда средства, поступившие от заемщиков на счета сервисного агента, будут смешаны с его конкурсной массой.

Риск смешения средств может быть снижен за счет повышения уровня кредитной поддержки, например, путем увеличения субординации или повышения размера резервного фонда.