Коринн БЕНДЕРСКИ,
аналитик направления «Устойчивое финансирование», S&P Global Ratings

Мэттью МИТЧЕЛЛ,
руководитель аналитического направления «Структурированные финансы», регион EMEA, S&P Global Ratings

Кредитные факторы ESG в структурированном финансировании

Экологические, социальные и управленческие кредитные факторы (Environmental, Social and Governance, ESG) уже в течение длительного времени учитываются в нашей методологии анализа инструментов структурированного финансирования. В большинстве случаев кредитные факторы ESG не являются основными, определяющими кредитный рейтинг, и учитываются в других аспектах нашего анализа.

Даже в тех случаях, когда, по нашему мнению, они могут быть достаточно существенными для того, чтобы оказывать прямое влияние, большинство кредитных факторов ESG обычно выступают в качестве позитивного фактора или фактора риска, оказывающего лишь опосредованное влияние на сделки структурированного финансирования, а структурные особенности сделки могут смягчать факторы риска. Как следствие, лишь в некоторых случаях факторы ESG оказывали непосредственное влияние на уровень рейтинга в рамках нашего анализа.

Кредитные рейтинги выпусков, присваиваемые S&P Global Ratings сделкам структурированного финансирования, включают анализ кредитных факторов ESG в тех случаях, когда эти факторы, по нашему мнению, могут оказать влияние на своевременную выплату процентов или окончательное погашение основного долга до юридически установленного срока погашения. По нашему мнению, существенные кредитные факторы ESG могут оказывать негативное или позитивное влияние на кредитное качество секьюритизированных активов, связанные с ними операционные, административные, юридические и регуляторные риски, а также на структуру выплат в сделках структурированного финансирования. Кроме того, кредитные факторы ESG могут оказывать влияние на наш анализ риска контрагента, если рейтинги зависимых контрагентов изменяются под воздействием этих кредитных факторов, что, в свою очередь, может оказать влияние на рейтинги соответствующего структурированного продукта.

Мы полагаем, что структурные и правовые механизмы, действие которых уже учитывается в сделках структурированного финансирования, могут в определенной степени снизить потенциальные риски, создаваемые кредитными факторами ESG. К ним относятся в числе прочего механизмы кредитной поддержки для абсорбирования убытков, амортизация и снижение уровня долга, лимиты концентрации рисков, требования к залоговому обеспечению, сокращение периода обращения рейтингуемых ценных бумаг в сравнении с долгосрочными факторами риска, триггеры замены контрагентов, триггеры изменений в распределении денежных потоков в зависимости от фактического поведения обеспечивающих активов, а также изоляция активов от банкротства оригинатора.

ЧЕМ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ОТЛИЧАЮТСЯ ОТ ОЦЕНОК РИСКОВ ESG И «ЗЕЛЕНЫХ» ОЦЕНОК?

Кредитные рейтинги, оценки ESG и «зеленые» оценки S&P Global Ratings представляют собой разные виды мнений, для определения которых применяются разные методологии анализа. Как следствие, фактор, который мы считаем позитивным при оценке ESG или «зеленой» оценке, может не оказывать значительного влияния или не иметь такого же большого значения в нашем анализе кредитного рейтинга (и наоборот). В Таблице 1 показано, на чем делается акцент в рамках каждого вида мнений S&P Global Ratings.

НАСКОЛЬКО ЗНАЧИМЫМИ ЯВЛЯЮТСЯ КРЕДИТНЫЕ ФАКТОРЫ ESG ДЛЯ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ ИНСТРУМЕНТОВ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ?

При оценке сделки структурированного финансирования в нашей системе анализа рассматриваются пять основных рейтинговых факторов (или пять «базовых принципов»; см. статью «Принципы присвоения кредитных рейтингов», опубликованную 16 февраля 2011 года):

- кредитное качество секьюритизированных активов;
- юридические и регуляторные риски;
- структура платежей и механизм распределения денежных потоков;

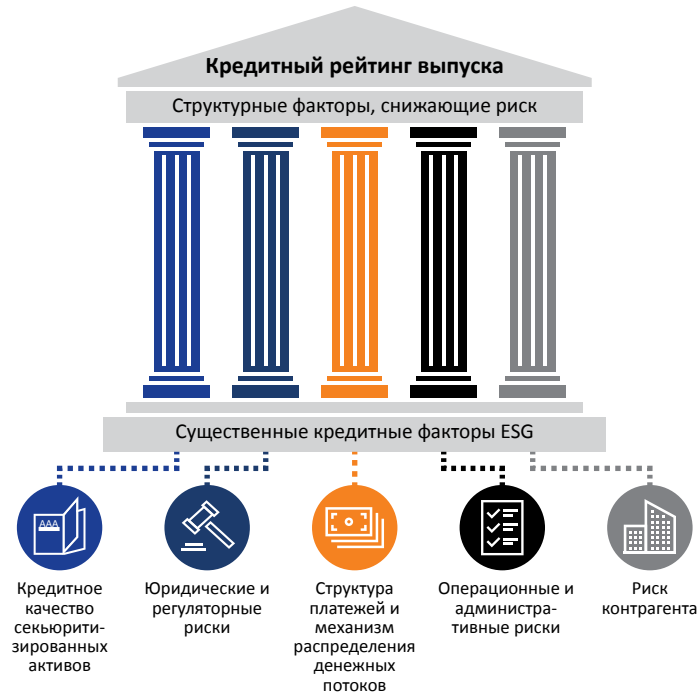

Рисунок 1
Как S&P Global Ratings учитывает факторы ESG при анализе инструментов структурированного финансирования
Источник: S&P Global Ratings

Таблица 1. Сравнение кредитных рейтингов, оценок факторов ESG и «зеленых» оценок S&P Global Ratings

	Кредитные рейтинги	Оценки ESG	«Зеленые» оценки
На чем делается акцент?	Мнение о будущей способности и готовности заемщика выполнять свои финансовые обязательства в соответствии с условиями этих обязательств.	Межсекторальный анализ, позволяющий оценить относительную способность компании успешно вести операционную деятельность в будущем. Это мнение зависит от того, каким образом факторы ESG могут воздействовать на акционеров компании, оказывая существенное прямое или опосредованное влияние на ее финансовую деятельность. В анализе также учитывается наше мнение о том, насколько компания подготовлена к принятию рисков ESG в долгосрочном плане; это мнение отражает нашу качественную оценку способности организации прогнозировать различные вероятные стрессовые ситуации в долгосрочной перспективе и адаптироваться к ним и, таким образом, поддерживать устойчивость в долгосрочном плане.	Определяется относительная оценка инструментов, которые используются для финансирования проектов, благоприятных с экологической точки зрения. Она представляет собой экологическую оценку на уровне актива, в которой используются данные Trucost об экологических факторах и которая предназначена для того, чтобы представить инвесторам более полную характеристику их активов и портфелей с точки зрения влияния на экологию и климатического риска.
Каким образом они взаимосвязаны?	Учитывается анализ кредитных факторов ESG в тех случаях, когда, по нашему мнению, они могут оказать влияние на вероятность своевременной выплаты процентов или окончательного погашения основного долга до юридически установленного срока погашения. Однако в большинстве случаев подверженность рискам, связанным с кредитными факторами ESG в сделках структурированного финансирования, является опосредованной или смягчается юридическими и структурными особенностями, которые уже учтены в рамках типичной сделки.	Предлагается углубленный анализ факторов ESG дополнительно к тем, которые являются значимыми для определения кредитного качества. Оценка факторов ESG не является частью нашей методологии присвоения кредитных рейтингов.	Не является кредитным рейтингом, не учитывает кредитное качество эмитентов, не учитывается в наших кредитных рейтингах.

- операционные и административные риски;
- риск контрагента.

В тех случаях, когда, по нашему мнению, какой-либо фактор ESG может оказывать влияние на способность и готовность эмитента выполнять свои текущие финансовые обязательства, он становится кредитным фактором ESG. Если мы полагаем, что кредитный фактор ESG является достаточно существенным для того, чтобы оказать положительное либо отрицательное влияние на наше мнение о каком-либо основном факторе кредитоспособности, данный фактор ESG может стать значимым для нашего кредитного рейтинга. Однако в большинстве случаев кредитные факторы ESG не являются основными факторами, обусловливающими кредитный рейтинг: они представляют собой опосредованные риски, которые учитываются в других аспектах нашего анализа. Даже в тех случаях, когда факторы ESG оказывают прямое влияние на показатели кредитного качества, структурные особенности, снижающие риски ESG (такие, как повышение уровня кредитной поддержки или дополнительные структурные механизмы защиты), могут нейтрализовать негативное влияние факторов ESG. В этих случаях факторы ESG, как правило, не будут оказывать влияния на кредитный рейтинг.

Как следствие, число рейтинговых действий по сделкам структурированного финансирования, обусловленных кредитными факторами ESG, до сих пор было небольшим. Однако, по нашему мнению, рейтинги инструментов структурированного финансирования могут стать чувствительными к изменениям вследствие значительных рисков ESG, обусловленных определенными событиями.

КАКОВЫ КРЕДИТНЫЕ ФАКТОРЫ ESG?

Кредитный фактор ESG — это экологический, социальный или управленческий фактор, который, по нашему мнению, может оказать влияние на вероятность своевре-

менной уплаты процентов или окончательного погашения основного долга по сделке структурированного финансирования до наступления юридически установленного срока погашения. В сделках структурированного финансирования кредитные факторы ESG, как правило, представляют собой опосредованные риски, которые уже учтены в других аспектах нашего анализа.

Если мы полагаем, что существенные кредитные факторы ESG окажут прямое негативное или позитивное влияние на сделку, то мы можем четко отразить это в нашем анализе. Как и где эти факторы точно отражены в рейтинге, зависит от анализа, проводимого рейтинговым комитетом при помощи применения соответствующих критериев.

НЕКОТОРЫЕ ПРИМЕРЫ КРЕДИТНЫХ ФАКТОРОВ ESG В СДЕЛКАХ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Ниже мы приводим несколько примеров кредитных факторов ESG в сделках структурированного финансирования. Несмотря на то что мы разбили эти примеры на несколько категорий по трем факторам ESG и пяти основным факторам нашего анализа, на практике многие из этих примеров пересекаются и механизмы, включенные в типовые структуры, могут обусловливать смягчение воздействия более одного кредитного фактора ESG. Многие из этих факторов ESG уже были учтены в других аспектах нашего анализа, поэтому они не оказывают прямого воздействия на рейтинги. Даже если мы полагаем, что тот или иной кредитный фактор ESG является существенным, механизм структурированной сделки может нейтрализовать его влияние на рейтинг.

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ АКТИВОВ

Экологические факторы

• Подверженность рискам, связанным с автомобилями, работающими на дизельном топливе, которые не соответствуют новейшим стандартам выбросов, может обусловить снижение возвратности дефолтных кредитов или увеличение потерь, связанных с остаточной стоимостью заложенных автомобилей.

• Особые риски, связанные с электромобилями, снижают предсказуемость их будущей стоимости по сравнению со стоимостью обычных автомобилей с двигателями внутреннего сгорания. Это может обусловить снижение возвратности дефолтных кредитов или увеличение потерь, связанных с остаточной стоимостью заложенных автомобилей.

• Концентрация на отдельных заемщиках или регионах может обусловить подверженность более высоким рискам, связанным с возможными стихийными бедствиями, или другим физическим рискам, связанным с

Рисунок 2
Какими бывают кредитные факторы ESG

изменением климата, в частности с ураганами, землетрясениями и наводнениями.

• В сделках CMBS мы обычно учитываем здания, которые либо недавно построены, либо подверглись значительной реконструкции для соответствия стандартам класса «А» и имеющие сертификат соответствия стандартам «зеленого» строительства, таким как Руководство по энергоэффективному и экологическому проектированию (Leadership in Energy and Environmental Design — LEED) и Метод экологической оценки эффективности зданий (Building Research Establishment Environmental Assessment Method — BREEAM), для получения статуса институциональных активов. Показатели таких объектов недвижимости, как правило, выше показателей сопоставимых объектов вследствие операционной эффективности и преобладания более высоких ставок аренды, что в конечном счете обусловливает более высокие показатели чистой операционной прибыли и устойчивые показатели стоимости в долгосрочной перспективе.

• Позитивные кредитные факторы ESG могут включать более высокую возможную стоимость возмещения для «зеленых» зданий вследствие применения энергосберегающих технологий, обусловливающих снижение затрат, увеличение денежного потока и, как следствие, повышение стоимости (в частности, за счет более высокого уровня изоляции, установки энергосберегающих систем охлаждения, солнечных батарей и пр.).

• Любые изменения корпоративных кредитных рейтингов, в том числе обусловленные кредитными факторами ESG, могут оказывать влияние на кредитные пулы, которые зависят от соответствующих ценных бумаг, таких как CLO, ABCP, или на другие связанные с ними кредитные рейтинги.

Социальные факторы

• Процентные ставки, считающиеся ростовщическими, могут обусловить снижение доходности или вызвать сомнения в юридической обоснованности кредитов в секьюритизированных пулах.

• Для обслуживания клиентов, имеющих недостаточный доступ к банковским услугам, оригинаторы могут использовать альтернативные методы скоринга, не проверенные на практике в стрессовых ситуациях.

• Показатели долговой нагрузки могут ограничить возможность кредитования заемщиков, имеющих высокий уровень задолженности.

Факторы корпоративного управления

• Агрессивный рост объема выданных кредитов может сопровождаться слабостью системы внутреннего контроля и снижением стандартов андеррайтинга, что может привести к увеличению числа дефолтов.

• Частая смена управленческих кадров может обусловить существенные изменения в стратегии кредитования и профиле рисков дебиторской задолженности.

• Недостаточная прозрачность данных за прошлые периоды (например, дифференциации показателей по различным характеристикам залогового обеспечения, длительность операционной деятельности) может обусловить более высокое ожидание базового уровня дефолтов или ограничение уровня рейтинга.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

• Лимиты концентрации и критерии отбора кредитов в пул могут регулировать состав залоговых пулов (например, ограничение объема кредитов с процентными ставками на уровне ростовщических; диверсификация по регионам и заемщикам в целях ослабления возможного влияния рисков, связанных со стихийными бедствиями).

• Ограниченный срок жизни активов или ценных бумаг способен снизить период подверженности кредитным факторам ESG. По нашему мнению, некоторые кредитные факторы ESG с большей вероятностью могут быть реализованы в долгосрочном плане, что может не оказать влияния на краткосрочную сделку.

• Документация сделок секьюритизации обеспеченных активов, таких как ипотечные кредиты или автокредиты, часто содержит подтверждение того, что активы застрахованы от риска повреждения залога.

ЮРИДИЧЕСКИЕ И РЕГУЛЯТОРНЫЕ РИСКИ

Экологические факторы

• Введение налогов или других сборов для владельцев автомобилей с более высоким уровнем загрязнения в центральной

части городов может оказать негативное влияние на стоимость залога в ABS.

• Снижение налоговых стимулов для электромобилей может обусловить повышение волатильности цен на вторичных рынках, что ведет к снижению возвратности дефолтных кредитов или увеличению потерь, связанных с остаточной стоимостью заложенных автомобилей.

Социальные факторы

• Тактика продаж с помощью психологического давления на потребителей или введение в заблуждение относительно истинных характеристик продукта может обусловить необходимость компенсации заемщикам, имеющим право на встречные требования к кредитору.

Факторы корпоративного управления

• Введение требований о минимальном удержании риска в сделках секьюритизации направлено на обеспечение соответствия интересов продавца активов и держателей облигаций, что мы считаем позитивным кредитным фактором.

• Риск банкротства может быть повышенным для нерегулируемых оригинаторов, демонстрирующих недостаточно эффективные системы корпоративного управления и контроля.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

• Наш анализ удаленности от банкротства эмитента структурированных облигаций учитывает такие элементы корпоративного управления, как ограничение на сферу деятельности и полномочия, ограничение на привлечение долга, наличие независимых директоров, ограничения на слияния или реорганизацию, а также на изменение документов организации, автономность и залог активов перед держателями облигаций.

• Изолированность секьюритизированных активов от оригинатора / продавца активов снижает подверженность структурированных облигаций рискам ESG, присущим оригинатору или продавцу активов.

• Официально оформленная приоритетность обеспечительных интересов, а также заявления и гарантии продавца активов могут снизить риск, связанный с возможным взаимозачетом требований к заемщику.

• Сделки могут включать заявления и гарантии продавца активов относительно того, что кредиты были выданы в соответствии с действующими законами, регулирующими потребительское кредитование. Может также существовать обязательство продавца о выкупе активов, которые не соответствуют данным заявлениям и гарантиям.

ОПЕРАЦИОННЫЕ И АДМИНИСТРАТИВНЫЕ РИСКИ

Экологические факторы

• Показатели прибыльности или чистая стоимость активов основного участника сделки могут уменьшиться вследствие выполнения новых требований природоохранного законодательства или участия в судебных разбирательствах. Это может привести к определению более высокого риска нарушения деятельности сервисера согласно нашим критериям оценки операционного риска, что ведет к ограничению уровня рейтинга облигаций.

• Мы оцениваем готовность сервисера к стихийным бедствиям при помощи анализа его плана аварийного восстановления для обеспечения непрерывности взыскания средств.

Социальные факторы

• Незаконная коллекторская практика может обусловить риск взаимозачета по секьюритизированной дебиторской задолженности.

• Повышение текучести кадров коллекторской службы или трудовые споры либо производственный конфликт могут нарушить прием платежей заемщиков. Наши оценки риска зависимости сделки от услуг сервисера и риска невозможности замены сервисера в соответствии с критериями оценки операционного риска обычно выше для нестандартных заемщиков.

Факторы корпоративного управления

• Успешная кибератака на сервисера может привести к утрате данных о заемщиках, что окажет негативное влияние на взыскание средств или обусловит расходы на возмещение ущерба заемщикам, имеющим встречные требования к кредитору.

• Риск принятия решений несколькими ключевыми руководителями и отсутствие

эффективной стратегии возможной замены сервисера может обусловить повышение нашей оценки риска нарушения деятельности сервисера.

• Структура компенсации и экономические интересы разных участников сделки могут обусловить конфликт интересов между ними и противоречить интересам держателей облигаций.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

• Сделки включают положения о событиях, обуславливающих замену сервисера и других основных участников сделки.

• Оригинатор может поддержать сделку, например, предоставляя дополнительное кредитное усиление.

• Мы применяем наши критерии оценки рисков сервисера, которые включают положения о возможном перенаправлении платежей заемщиков на счет эмитента в банке с надлежащим уровнем рейтинга в целях снижения рисков, связанных с непередачей полученных платежей эмитенту, для облигаций с рейтингами «AAA» и «AA».

• Данные о заемщиках, находящиеся у третьих лиц, зашифрованы.

• На основании наших критериев оценки операционного риска мы вероятнее всего не будем присваивать или поддерживать рейтинги, если полагаем, что основной участник сделки обладает недостаточным опытом или что функции, обязанности и права участников сделки недостаточно четко определены.

• Мы можем ограничить уровень наших рейтингов в соответствии с критериями оценки операционного риска, имеющими отношение к рискам корпоративного управления, такими как слабые механизмы контроля, ограниченная история деятельности, непоследовательная стратегия, а также частая смена руководства.

РИСКИ КОНТРАГЕНТОВ

Экологические факторы

• Мы отражаем экологические риски в кредитном рейтинге контрагента.

• Уровень рейтинга суверенного правительства страны, в которой зарегистрированы секьюритизированные активы, может ограничить рейтинги сделок структурированного финансирования. Негативное влияние на суверенный рейтинг могут оказать стихийные бедствия или другие риски, связанные с изменением климата.

Социальные факторы

• Мы отражаем социальные риски в кредитных рейтингах контрагентов и в суверенных кредитных рейтингах.

Факторы корпоративного управления

• Мы отражаем риски корпоративного управления в кредитных рейтингах контрагентов и в суверенных кредитных рейтингах.

• Структура сделки включает возможность замены участников сделки с ухудшающейся кредитоспособностью.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

• Существуют системы замены и защитные механизмы для контрагентов, если показатели их кредитного качества ухудшаются вследствие рисков ESG.

СТРУКТУРА ПЛАТЕЖЕЙ И МЕХАНИЗМ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Экологические факторы

• Договоры ипотеки могут содержать положения о снижении процентной ставки, уплачиваемой заемщиками, при повышении рейтинга Energy Performance Certificate, присвоенного их объектам недвижимости. Это может обусловить снижение доходности для эмитента, если энергоэффективность объектов недвижимости повысится.

• Риск ликвидности может повышаться в случае перебоев в процессе взыскания кредитов вследствие крупного события, связанного с факторами ESG.

Факторы корпоративного управления

• Участники сделки могут иметь противоречащие друг другу экономические интересы, исходя из объема и приоритетности их платежей в структуре сделки.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

• Типовая документация сделок секьюритизации включает описание эффективной структуры корпоративного управления эмитента, в которой четко определены права и приоритетность каждого держа-

теля облигаций. Для изменения условий облигаций или приоритетности платежей обычно требуется согласие держателей облигаций.

КАК S&P GLOBAL RATINGS ОТСЛЕЖИВАЕТ КРЕДИТНЫЕ ФАКТОРЫ ESG НА ПРОТЯЖЕНИИ СРОКА РЕЙТИНГУЕМОЙ СДЕЛКИ?

Мы отслеживаем все изменения пяти основных рейтинговых факторов в рамках регулярного наблюдения за сделками структурированного финансирования. Помимо мониторинга поведения обеспечивающих активов процесс наблюдения включает отслеживание рисков крупных и непредвиденных событий, а также всех изменений, касающихся сектора, страны или участников сделки, которые могут оказывать существенное влияние на наш анализ. Периодичность, срок, метод и масштаб наблюдения меняются. Мы проводим анализ каждого кредитного рейтинга не реже одного раза в год.

Подверженность сделки рискам, связанным с кредитными факторами ESG, может со временем меняться. Тот или иной риск может стать более явным или более вероятным, либо продавец, сервисер или другой участник сделки может принять меры по снижению или устранению данного риска. Как следствие, влияние рисков и возможностей ESG на характеристики кредитоспособности сделки может меняться. Крупное событие, связанное с ESG, которое, по нашему мнению, оказывает существенное влияние на один из пяти основных рейтинговых факторов, может обусловить полный пересмотр рейтинга.

НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С КРЕДИТНЫМИ ФАКТОРАМИ ESG В СТРУКТУРИРОВАННОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

Учет кредитных факторов ESG в структурированном финансировании не является инновацией, однако они постоянно меняются. Мы первоначально включали этот вид анализа рисков в наши качественные оценки, в том числе учитывали потенциальное влияние риска крупного события. Положительное влияние на наш анализ оказывает растущее число конкретных примеров; это может помочь классифицировать риски и их потенциальное влияние на секьюритизацию. Кроме того, конкретные примеры помогают установить эталонные показатели, которые могут стать основой для обсуждения относительной кредитоспособности.

К нам обращаются эмитенты с идеями секьюритизации активов, имеющих, по их мнению, сильные характеристики ESG. Однако на первых этапах необходимо решить ряд проблем, к которым относятся отсутствие стандарта рынка капитала или согласованных участниками рынка определений «ESG» и «зеленый», а также конфиденциальность данных, непоследовательность в раскрытии информации и отражении данных в отчетности и, кроме того, разные мнения о том, какие количественные оценки и веса нужно присваивать факторам ESG. Важно также отметить, что, хотя некоторые активы можно считать имеющими сильные характеристики ESG, это не означает, что они будут оказывать позитивное влияние на наш рейтинговый анализ. Существует возможность того, что активы с сильными характеристиками ESG будут иметь более высокие характеристики риска, что обусловит либо потребность в более высоком уровне кредитной поддержки, либо более низкие кредитные рейтинги. В наших кредитных рейтингах мы не выражаем мнения о том, имеет ли сделка сильные или слабые характеристики ESG. Нашей задачей является выявление и повышение прозрачности тех кредитных факторов ESG, которые, по нашему мнению, являются существенными для показателей кредитного качества в соответствии с нашей методологией анализа пяти основных рейтинговых факторов.