

RatingsDirect®

ООО «ХК ФИНАНС» — предварительный кредитный рейтинг

Ведущий кредитный аналитик:

Эрик Гретч, Нью-Йорк (1) 212-438-6791; eric.gretch@standardandpoors.com

Вторые контакты:

Ирина Пенкина, Москва (7) 495-783-4070; irina.penkina@standardandpoors.com

Игнасио Эструга, Мадрид (34) 91-389-6969; ignacio.estruga@standardandpoors.com

Содержание

Обеспеченные активами облигации объемом 10 млрд руб. с фиксированным максимумом плавающей ставки

Краткое описание сделки

Обоснование рейтинга

Позитивные и негативные рейтинговые факторы и факторы, компенсирующие негативные обстоятельства

Структура сделки

Оригинатор

Состав обеспечения

Кредитный анализ

Анализ денежных потоков

Сценарный анализ

Содержание (продолжение)

Мониторинг и наблюдение за рейтингом

Раскрытие информации в соответствии с правилом 17g-7 Standard & Poor's

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме данной публикации

ООО «ХК ФИНАНС» — предварительный кредитный рейтинг

Обеспеченные активами облигации объемом 10 млрд руб. с фиксированным максимумом плавающей ставки

Отчет о предварительном кредитном рейтинге основан на информации по состоянию на 24 сентября 2013 г. Указанные рейтинги — предварительные. Отчет не содержит рекомендаций покупать, продавать или держать облигации. Информация, которая будет поступать в дальнейшем, может привести к тому, что финальные рейтинги будут отличаться от предварительных.

Класс	Предварительный рейтинг*	Предварительная сумма (млрд руб.)	Доступная кредитная поддержка, (%)§	Проценты	Дата обязательного погашения
Облигации	BBB (sf)	10,00	24,8	TBD	2021
Субординированный кредит	Н/Р	3,30	Н/П	TBD	2021

*Рейтинг ценных бумаг каждого класса является предварительным по состоянию на 24 сентября 2013 г. и может измениться в любой момент. Мы предполагаем присвоить первоначальные кредитные рейтинги на дату закрытия сделки в случае удовлетворительных результатов анализа документации сделки и юридического заключения. Рейтинги свидетельствуют о своевременном получении процентных платежей и окончательном погашении основной суммы долга. §Включает только субординацию. TBD (to be determined) — будет определено в дальнейшем. Н/П — не применимо. Н/Р — нет рейтинга.

Участники сделки

Оригинатор	ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» (далее — ХКФБ)
Организатор сделки	ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ», ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»
Продавец	ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»
Эмитент	ООО «ХК Финанс»
Покупатель	Eurasia Structured Finance No.3 B.V.
Сервисер	ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»
Резервный сервисер	ЗАО «Банк Русский Стандарт»
Трасти	TMF Trustee Ltd.
Банк-держатель счета сделки	Citibank, N.A. (Лондонское отделение)
Банк-держатель счета по сбору платежей	ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»
Расчетный агент	Citibank, N.A. (Лондонское отделение)
Информационный агент	ООО «ТМФ РУС»
Агент по взаимодействию	ЗАО «Райффайзенбанк»

Поддерживающие рейтинги

Организация / роль	Рейтинги
Citibank N.A. (Лондонское отделение) в качестве банка-держателя счета сделки	A/Стабильный/A-1

Основные характеристики сделки

Ожидаемая дата закрытия	Октябрь 2013 г.
Обеспечение	Необеспеченная дебиторская задолженность по потребительским кредитам, выданным в России ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»
Страна, где были выданы кредиты, входящие в обеспечение	Российская Федерация
Концентрация по регионам, %*	Москва (10,4), Краснодарский край (4,2), Челябинская область (4,1)
Общая сумма кредиторской задолженности, млн руб. *	68 430
Средний остаток основного долга, руб. *	156 932
Средневзвешенный срок с момента выдачи кредитов (месяцы)*	7,80
Просрочки (от 30 дней)	Нет
Средневзвешенная процентная ставка, %*	32,01
Избыточный спред на дату закрытия сделки	Не определено
Период замены (лет)	3
Механизмы кредитной поддержки	Субординация, резерв ликвидности и избыточный спред

*По состоянию на 31 июля 2013 г.

Краткое описание сделки

Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's присвоила предварительный кредитный рейтинг «BBB» (sf) обеспеченным активами облигациям с фиксированным максимумом плавающей ставки, выпущенным ООО «ХК Финанс». На момент закрытия сделки ООО «ХК Финанс» также произведет выпуск субординированного кредита (рейтинг Standard & Poor's не присваивался).

Рейтинг облигаций учитывает своевременное получение процентов и окончательное погашение основной суммы долга.

Секьюритизированный портфель включает дебиторскую задолженность по потребительским кредитам, выданным ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» (ХКФБ; нет рейтинга Standard & Poor's) в России в ходе нормального ведения бизнеса. ХКФБ также будет выступать сервисным агентом (сервисером) по кредитам. Сделка будет иметь период пополнения сроком до трех лет.

Данная сделка будет первой публичной секьюритизацией наличных кредитов в России; она осуществляется Группой «Хоум Кредит», которой принадлежит российский ХКФБ. Мы оцениваем опыт Группы «Хоум Кредит» по секьюритизации обеспеченных активами ценных бумаг (ABS) как достаточный. С 2003 г. группа совершила три публичных и одну частную сделку (у всех сделок нет рейтинга Standard & Poor's).

Сделка не будет подвергаться валютному и процентному риску, поскольку активы и обязательства эмитента будут номинированы в российских рублях и иметь фиксированную процентную ставку в течение первых трех лет с

момента закрытия сделки. После этого срока проценты будут уплачиваться по плавающей ставке, размер которой ограничен фиксированным максимумом 12% годовых.

Эмитентом является российское общество с ограниченной ответственностью, структура которого аналогична структуре обычного российского юридического лица, выпускающего ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (residential mortgage-backed securities – RMBS); покупателем активов является зарегистрированное в Нидерландах специальное юридическое лицо (special-purpose entity — SPE). Покупатель заимствует средства у эмитента (приоритетный кредит) и у оригинатора для финансирования приобретения активов, обеспечения запаса ликвидности и уплаты первоначальных расходов (субординированный кредит).

Покупатель будет использовать поступления, связанные с приобретенными активами, для выполнения всех обязательств по кредитному договору с эмитентом. В дальнейшем эмитент будет использовать эти денежные средства для выполнения обязательств в соответствии с условиями выпуска облигаций.

Предварительный рейтинг облигаций отражает нашу оценку кредитных характеристик и показателей денежного потока активов, которые используются при проведении сделки, а также наш анализ подверженности сделки риску контрагента и операционному риску. Согласно нашему анализу, уровень кредитной поддержки облигаций является достаточным для снижения кредитного риска и риска, связанного с денежными потоками, для рейтинга уровня «BBB».

Обоснование рейтинга

Предварительный рейтинг отражает наше мнение о следующих факторах.

Экономический прогноз. Наш базовый сценарий уровня дефолтов в кредитном портфеле отражает наши ожидания низких темпов восстановления российской экономики и невысоких темпов роста личных доходов заемщиков. Наш базовый сценарий экономического развития для России предусматривает рост реального ВВП и рост реальных доходов на душу населения немногим выше 3.0% в ближайшие годы, а также сохранение низкого индекса потребительских цен — порядка 5,5% (см. отчет «Российская Федерация — кредитный рейтинг», опубликованный 8 июля 2013 г.). Перегретый рынок потребительского кредитования и увеличение объема долга домохозяйств могут в определенной степени компенсировать невысокий экономический рост (см. отчет «Оценки страновых и отраслевых рисков банковского сектора (BICRA): Российская Федерация», опубликованный 16 мая 2013 г.).

Операционный риск. Мы оцениваем способность ХКФБ выполнять обязательства сервисера как адекватную. Мы также учитываем возможность того, что ЗАО «Банк Русский Стандарт» может заменить ХКФБ, если тот перестанет выполнять функции сервисера.

Риск зачета встречных требований. По нашему мнению, уровень кредитной поддержки рейтингуемых облигаций снижает риск зачета встречных требований заемщиками в отношении депозитов в ХКФБ, который будет выступать оригинатором по сделке.

Кредитный риск. Мы проанализировали кредитный риск, исходя из нашей методологии присвоения кредитных рейтингов и критериев в отношении потребительского финансирования в европейских странах, чтобы определить допущения относительно частоты дефолта, ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта, просрочек, а также доходности портфеля (см. статью «Принципы присвоения кредитных рейтингов», опубликованную 16 февраля 2011 г., и статью «Критерии потребительского финансирования: Европа», опубликованную 10 марта 2000 г.). Мы получили данные о динамике кредитного портфеля более чем за три года, которые подтверждают наши допущения относительно уровня кредитного риска. Мы применили наши критерии учета странового риска для ценных бумаг, обеспеченных активами, чтобы установить поправочные (понижающие) коэффициенты, соответствующие различным рейтинговым сценариям (см. статью «Определение странового риска в критериях Standard & Poor's, касающихся ценных бумаг, обеспеченных активами», опубликованную 11 апреля 2006 г.).

Анализ денежных потоков. Используемая нами модель денежных потоков отражает структуру платежей по сделке и наши допущения относительно кредитного риска и денежных потоков на основании нашей методологии присвоения кредитных рейтингов и наших критериев в отношении потребительского финансирования в европейских странах. Наш анализ свидетельствует о том, что уровень кредитной поддержки рейтингуемых облигаций является достаточным для снижения кредитного риска и рисков, связанных с денежными потоками, для рейтинга уровня «BBB».

Риск контрагента. Сделка будет подвержена риску контрагента банка-держателя счета эмитента и расчетного агента, в роли которого выступает Citibank N.A. (Лондонское отделение). Мы считаем, что документация сделки в отношении возможного снижения кредитного рейтинга банка в достаточной степени снижает этот риск для рейтинга уровня «BBB» (sf) в соответствии с нашими критериями в отношении риска контрагента (см. статью «Риск контрагента: методология и допущения», опубликованную 25 июня 2013 г.).

Юридический риск. В соответствии с нашими юридическими критериями в отношении европейских стран мы предполагаем отсутствие связи между потенциальным банкротством эмитента и потенциальным банкротством связанных с ним юридических лиц (см. статью «Сделки структурированного финансирования: критерии в отношении изоляции активов и специальных юридических лиц (Европа)», опубликованную 13 сентября 2013 г.). Мы получили удовлетворительное юридическое подтверждение того, что продажа активов эмитенту будет признана действительной в случае несостоятельности ХКФБ как продавца.

Позитивные и негативные рейтинговые факторы и факторы, компенсирующие негативные обстоятельства

Позитивные факторы:

- Мы считаем, что ХКФБ имеет сильные позиции на рынке потребительского кредитования в России.
- По нашему мнению, критерии отбора кредитов для данной сделки обеспечивают надлежащее кредитное качество кредитного портфеля на момент закрытия сделки и на любую дату замещения. Кредитный портфель является в высокой степени фрагментированным и диверсифицированным. В соответствии с документацией сделки на каждую дату приобретения портфель кредитов, удовлетворяющих критериям отбора, не может включать договоры, по которым допущены просрочки или дефолты.
- Позитивное влияние на сделку оказывает высокий уровень избыточного спреда, принимая во внимание высокую процентную ставку по кредитам.
- При определенных условиях период пополнения прекращается, и структура сделки будет предусматривать ускоренную "турбо" амортизацию, при которой все доступные средства (выручка и взысканные платежи в

погашение основного долга) будут использоваться для амортизации облигаций. Кроме того, сделка предполагает механизм удержания избыточного спреда, при помощи которого избыточный спред используется для покрытия не только дефолтных, но и просроченных потребительских кредитов (определяется в соответствии с документацией сделки, в отношении дебиторской задолженности применяется специальная таблица, учитывающая сроки просрочки). При помощи механизма удержания избыточного спреда также покрывается чрезмерный риск зачета встречных требований, как это определяется в документации сделки.

- Позитивное влияние на сделку оказывает наличие резерва ликвидности, достаточного для покрытия приоритетных расходов по сделке и уплаты процентов по облигациям в течение шести месяцев.

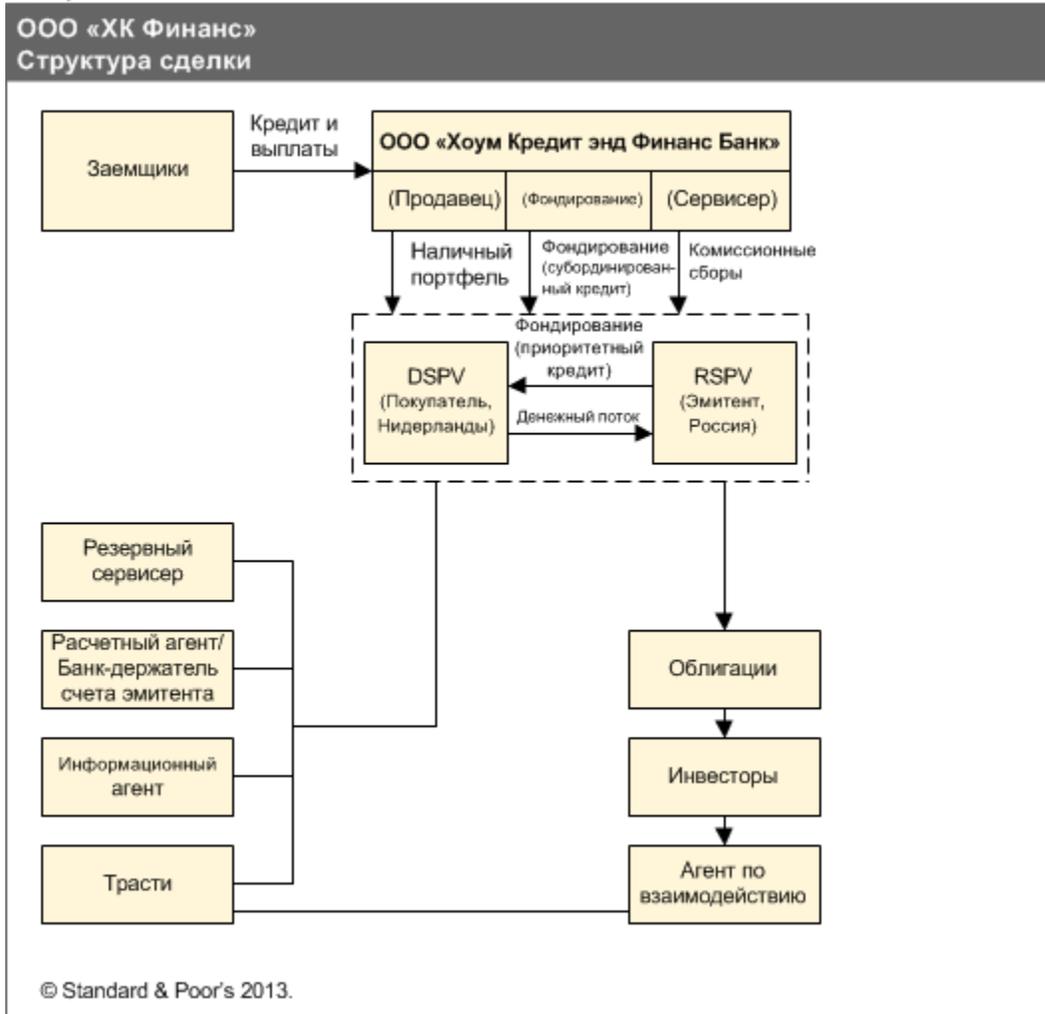
Негативные факторы и факторы, их компенсирующие:

- Оригинатор имеет достаточный опыт в сфере потребительского кредитования и соответствующие системы и процессы, необходимые для поддержания роста бизнеса в этом сегменте, однако ранее мы отмечали, что быстрый рост кредитного портфеля может привести к ухудшению будущих показателей. Мы учли этот риск в нашем исходном допущении относительно уровня дефолтов (см. раздел «Кредитный анализ»). Кроме того, триггеры амортизации, связанные с показателями кредитного портфеля, будут способствовать защите сделки от ухудшения качества активов в период пополнения.
- Дефолты по кредитным договорам зависят от изменений, происходящих в российской экономике. Мы прогнозируем умеренные темпы роста ВВП и реальных доходов на душу населения в 2013-2014 гг., однако положительное влияние этого фактора может быть нейтрализовано перегретым рынком потребительского кредитования и увеличением объема долга домохозяйств.
- Сделка имеет сложную структуру и предусматривает участие более чем одного специального юридического лица и нескольких компаний, ведущих деятельность в разных юрисдикциях, что увеличивает степень сложности структуры, а также уровень юридического и операционного риска по сравнению с обычными сделками секьюритизации.
- Продавец (ХКФБ) не имеет рейтинга Standard & Poor's. Он привлекает депозиты клиентов и взыскивает платежи с заемщиков по кредитам, входящим в обеспечение по облигациям, что может привести к возникновению риска смешения и риска зачета встречных требований в случае дефолта ХКФБ. Мы учли риск зачета встречных требований в используемой нами модели расчета денежных потоков, которая включает допущение о том, что 5% активов будут потеряны вследствие зачета встречных требований по депозитам. Мы полагаем, что риск смешения снижается за счет структурных особенностей сделки ввиду ограниченной подверженности банка-сервисера кредитному риску и благодаря наличию резерва ликвидности, покрывающего приоритетные расходы по сделке и процентные расходы в случае риска смешения.
- Поскольку сервисер не имеет кредитного рейтинга Standard & Poor's, он не соответствует нашим критериям в отношении приемлемого риска контрагента. По нашему мнению, наличие резервного сервисера на момент закрытия сделки снижает риск, связанный с необходимостью замещения сервисного агента, если тот не сможет осуществлять соответствующие функции.
- Кредиты представляют собой необеспеченные потребительские кредиты, что обычно приводит к невысокому уровню возмещения долга после дефолта заемщика. Мы учли это обстоятельство в наших допущениях относительно ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта.

Структура сделки

Эмитент является новым спецорлицом, зарегистрированным в соответствии с российским законодательством. При закрытии сделки эмитент разместит облигации на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ). Поступления от размещения облигаций будут использоваться для выдачи кредита покупателю (приоритетный кредит).

Диаграмма 1



Покупатель является новым спецорлицом, зарегистрированным в Нидерландах и образованным для приобретения портфеля кредитов. Кроме приоритетного кредита от эмитента, покупатель получит субординированный кредит от продавца. Покупатель будет использовать средства приоритетного кредита только для приобретения первоначального портфеля дебиторской задолженности. Поступления от субординированного кредита будут использоваться для финансирования приобретения активов, создания резерва ликвидности (или основной

ликвидности) и покрытия первоначальных расходов по сделке.

Сделка фактически представляет собой обращение приоритетного кредита в облигации. Покупатель будет использовать поступления, связанные с приобретенными активами, для выполнения всех обязательств по кредитному договору с эмитентом. В дальнейшем, эмитент будет использовать эти денежные средства для выполнения обязательств в соответствии с условиями облигаций.

В качестве обеспечения по облигациям покупатель и эмитент предоставят первоочередное право залога своих активов трасти (доверительный собственник) и держателям облигаций соответственно. Эти активы включают приобретенный портфель кредитов, кредиты для целей финансирования и все права на суммы, находящиеся на счете сделки.

Сделка предусматривает отдельные платежи в счет погашения процентов и основной суммы долга. Платежи в погашение основной суммы долга являются строго последовательными. Процентные платежи (за вычетом сумм на покрытие приоритетных расходов и обязательств по уплате процентов) используются для покрытия убытков по основной сумме долга. Платежи в погашение основной суммы долга, в свою очередь, могут быть использованы для компенсации приоритетных расходов и недополученных процентных платежей по облигациям.

Период пополнения составляет три года с момента закрытия сделки. Амортизационный период начинается:

- в момент окончания периода пополнения;
- в связи с наступлением какого-либо из случаев амортизации; или
- в случае наступления принудительного исполнения обязательств.

Период до обязательного погашения облигаций составляет восемь лет с момента закрытия сделки или пять лет после даты окончания периода пополнения.

Проценты по облигациям и активам выплачиваются раз в месяц. Проценты по облигациям будут включать фиксированный купон в течение первых трех лет. По окончании этого срока проценты уплачиваются по плавающей ставке, ограниченной фиксированным максимумом 12% годовых. Проценты по субординированному кредиту уплачиваются по переменной ставке и являются субординированными по отношению к выплатам по облигациям.

Оригинатор

ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» (ХКФБ) является дочерним банком холдинговой компании Home Credit B. V. (контрольный пакет акций которой принадлежит PPF Group N.V.). В 2002 г., после приобретения Инновационного банка «Технополис», группа начала работать на российском рынке.

Банк находится в Москве и имеет одну из самых крупных филиальных сетей среди всех российских банков, включающую более 80 тыс. пунктов выдачи кредитов, 1 008 филиалов более чем в 500 городах и 5 861 офис прямых

продаж более чем в 700 городах.

Процессы выдачи и утверждения кредитов характеризуются высоким уровнем стандартизации и использования информационной платформы с автоматическими системами андеррайтинга. ХКФБ одобряет выдачу кредитов, применяя собственную скоринговую систему, в которой используется несколько источников информации о заемщиках. Кроме собственной базы данных, ХКФБ учитывает в кредитном анализе заемщика такие внешние источники информации, как кредитные бюро и базы данных партнеров. Окончательное решение о выдаче кредита всегда принимается в соответствии с установленными правилами, которые определяются отдельно для каждого этапа процесса выдачи кредитов.

Недавно ХКФБ скорректировал стандарты андеррайтинга, отреагировав на ухудшение показателей рынка потребительского кредитования. Сейчас еще слишком рано оценивать влияние этой меры на показатели кредитного портфеля банка, однако число кредитов, одобренных в рамках перекрестных продаж, значительно сократилось.

Процессы взыскания платежей по кредитам автоматизированы и имеют адекватные механизмы управления. Сотрудники, занимающиеся взысканием платежей, работают в четырех центрах, которые охватывают разные регионы и часовые пояса. Процесс включает четыре этапа: взыскание платежей до наступления срока погашения, взыскание платежей на раннем этапе просрочки (просрочка составляет от 5 до 120 дней), взыскание платежей на позднем этапе просрочки (просрочка составляет от 120 до 180 дней) и взыскание при помощи специальных мер, предусмотренных законодательством. На третьей и четвертой стадиях ХКФБ может передать процедуру взыскания платежей внешним коллекторским агентствам, особенно в удаленных регионах.

Критерии отбора кредитов

По нашему мнению, критерии отбора кредитов для данной сделки обеспечивают надлежащее кредитное качество кредитного портфеля в период пополнения. В соответствии с документацией сделки кредитный договор, подходящий для включения в кредитный портфель, должен иметь следующие характеристики (в числе прочих):

- кредитный договор регулируется российским законодательством;
- кредитный договор был заключен в ходе нормального ведения бизнеса продавца с соблюдением процедур операционной деятельности originатора;
- кредитный договор надлежащим образом выполняется соответствующим заемщиком и продавцом и представляет собой законное, обоснованное, обязательное и исполнимое обязательство заемщика и продавца. Он не подпадает ни под какие условия и не может быть изменен;
- кредитный договор не ограничивает передачу дебиторской задолженности третьему лицу;
- кредитный договор не является предметом спора, права зачета встречных требований, встречной претензии, защиты или существующей или неисполненной претензии к originатору;
- кредит номинирован в российских рублях;
- проценты по кредиту уплачиваются по фиксированной ставке (минимальная ставка составляет 19,9%, максимальная — 49,9% годовых). Кредитный договор предусматривает ежемесячные фиксированные платежи;
- кредитный договор не является просроченным или дефолтным на дату переуступки эмитенту;

- по кредитному договору было произведено как минимум три ежемесячных платежа;
- кредит должен быть погашен не позднее чем через шесть лет с момента закрытия сделки;
- остаток основного долга составляет не менее 1500 руб.;
- кредит не был реструктурирован для целей управления кредитным портфелем;
- ранее продавец не относил заемщика к категории сомнительных или неплатежеспособных лиц;
- заемщик соответствует критериям, определенным в документации сделки.

В соответствии с документацией сделки, заемщик, отвечающий критериям, является физическим лицом, которое должно иметь следующие характеристики (в числе прочих):

- является резидентом Российской Федерации, который зарегистрирован в качестве налогоплательщика в Министерстве Российской Федерации по налогам и сборам;
- своевременно выполняет все свои обязательства перед оригинатором (т.е. не имеет задолженности);
- является клиентом ХКФБ, имеет благоприятную кредитную историю и получил от ХКФБ специальное предложение подать заявку на кредит;
- полностью соответствует критериям андеррайтинга, предусмотренным внутренней политикой по предоставлению кредитов;
- не имеет трудовых отношений с оригинатором, если совокупный объем основного долга по кредитам, выданным сотрудникам оригинатора, превышает 0,1% совокупного объема основного долга по кредитам, включенным в кредитный портфель;
- совокупный объем дебиторской задолженности по кредитам одного заемщика не может превышать 0,02% совокупного объема основного долга по кредитам, включенным в кредитный портфель.

Этапы сделки

Период пополнения состава обеспечения будет продолжаться с момента закрытия сделки до более ранней из двух дат:

- даты направления трасти уведомления об обращении взыскания на обеспечение или уведомления об обязательной амортизации;
- или даты ожидаемого погашения (через три года после закрытия сделки).

В период пополнения эмитент может использовать средства, поступившие от заемщиков в погашение основного долга, для приобретения новой дебиторской задолженности. При отсутствии новой дебиторской задолженности для приобретения и увеличения средств, поступивших в погашение основного долга, до уровня, равного или превышающего 20% задолженности по облигациям, за вычетом средств для формирования резерва ликвидности, эмитент будет использовать эти избыточные средства, поступившие от заемщиков в погашение основного долга, для выплаты облигаций в соответствии с порядком распределения основного долга до обращения взыскания.

В случае возникновения обязательной амортизации эмитент теряет право на приобретение дополнительной дебиторской задолженности.

Случаи обязательной амортизации для данной сделки включают следующие:

- Сделка не проходит базовый тест кредитного портфеля (portfolio base test). Данный тест отслеживает уровень обеспечения облигаций. Он определяется как отношение остатка дебиторской задолженности по основному долгу по кредитам, которые своевременно погашаются заемщиками, и баланса денежных средств эмитента к общему объему приоритетных облигаций и субординированного кредита.
- Расхождения в регистре учета недостаточности поступлений по основному долгу (principal deficiency ledger — PDL) в течение более четырех ежемесячных расчетных периодов подряд.
- Сделка не проходит критерий по просрочкам кредитов. Данный критерий ограничивает скользящее среднее значение за три месяца в отношении кредитных договоров, по которым допущены просрочки от 31 до 60 дней. Нарушение критерия происходит, если этот показатель превышает 2%.
- Сделка не проходит критерий дефолта, который отслеживает скользящее среднее значение за три месяца в отношении кредиторской задолженности по дефолтным кредитам. Нарушение критерия происходит, если этот показатель превышает 0,9%.
- Сделка не проходит критерий избыточного спреда. Данный критерий отслеживает среднее значение избыточного спреда по активам, рассчитанное на каждую из трех предыдущих расчетных дат. Нарушение критерия происходит, если этот показатель ниже 5%.
- Признается несостоятельность в отношении продавца или сервисера.
- Продавец, сервисер или резервный сервисер не уплачивают сумму, которая должна быть выплачена в соответствии с документацией сделки.
- Наступило основание для замены сервисера — в соответствии с определением, содержащимся в документации по сделке.
- Продавец и (или) сервисер утрачивают лицензии или разрешения, необходимые для выдачи потребительских кредитов или оказания услуг по обслуживанию данных кредитов.
- Любое из заверений, гарантий, удостоверений или заявлений продавца или сервисера в каком-либо документе по сделке оказалось существенно неверным.
- Эмитент или сервисер допускают дефолт по уплате процентов (в течение семи дней с даты уплаты) или основной суммы долга (в течение 30 дней), что автоматически приводит к дефолту или к возмещению убытков в соответствии с определением, приведенным в документах по сделке.
- Истек срок действия любых документов по сделке, и они не были заменены в течение 30 дней.
- Долгосрочный кредитный рейтинг продавца, присвоенный любым рейтинговым агентством, понижен или скорректирован до уровня ниже «В-» или больше не поддерживается.
- Эмитент погашает все облигации (дата досрочного погашения облигаций эмитентом).

Наша модель денежных потоков учитывает только период амортизации. Мы не моделировали период пополнения, поскольку при присвоении облигациям более высокого рейтинга, чем кредитный рейтинг продавца (в данной сделке продавец не имеет рейтинга Standard & Poor's), мы исходили из допущения о том, что продавец окажется в дефолте в момент закрытия сделки, и проверили, сможет ли эмитент выполнить свои обязательства в подобном сценарии.

Условия выпуска облигаций

Проценты по облигациям будут выплачиваться на остаток долга раз в месяц по фиксированной ставке в первые три года, затем по плавающей ставке с фиксированным максимумом 12% в год.

Фиксированная процентная ставка по облигациям будет установлена при размещении. Фиксированная процентная ставка по приоритетному кредиту и компоненты маржи по приоритетному кредиту, приведенные в документации сделки, будут впоследствии установлены на том же уровне, что и фиксированная процентная ставка по облигациям плюс поправка с учетом расходов эмитента. Во время амортизационного периода плавающая процентная ставка по приоритетному кредиту определяется сложением $0,25 \times$ трехмесячной индикативной ставки Moscow Prime Offered Rate (MOSPRIME), определенной до 37-го процентного платежа, фиксированной процентной ставки по приоритетному кредиту и ее маржи.

Облигации должны быть полностью погашены в дату обязательного погашения. Кроме того, в отношении облигаций будет действовать требование о частичном обязательном погашении на дату каждого процентного платежа в соответствии с очередностью платежей, при условии наличия средств у эмитента.

В период пополнения, в случае если чистое значение доступного основного долга достигает 20% (процент согласно критерию, отслеживающему избыточное значение поступлений в погашение основного долга) или в случае большей задолженности по облигациям за вычетом из суммы основного долга средств для формирования резерва ликвидности, сумма сделки будет амортизирована до уровня избыточного доступного денежного потока по основному долгу (обязательная сумма погашения основного долга). В любой момент до начала амортизационного периода сервисер вправе понизить установленный критериями уровень, направив письменное уведомление расчетному агенту.

По окончании периода пополнения эмитент может погасить облигации, если покупатель продает портфель кредитов по цене, превышающей объем непогашенных облигаций (колл-опцион эмитента). Если колл-опцион эмитента не использован, инвесторы могут через три года продать облигации ХКФБ (пут-опцион инвестора).

По окончании периода пополнения, если ни одна сторона не исполнила свой опцион или если возникает один из случаев амортизации, начинается амортизационный период сделки. На этом этапе покупатель использует все доступные поступления, проценты и основной долг для погашения приоритетного кредита и для перечисления этих денежных средств держателям облигаций в соответствии с условиями выпуска облигаций.

Дефолт по облигациям. В соответствии с документацией сделки невыполнение обязательств эмитентом представляет собой существенное нарушение условий кредитного договора (дефолт). Это происходит в том случае, если эмитент не выплачивает сумму основного долга по облигациям в течение 30 календарных дней (включительно) после соответствующей даты наступления платежа по основному долгу или сумму процентов в течение семи календарных дней (включительно) после соответствующей даты уплаты процентов.

Очередность платежей

Сделка предусматривает отдельный порядок распределения процентных платежей и поступлений по основному долгу.

До начала амортизационного периода, после расчета дебита или кредита PDL, расчетный агент распределяет

доступные поступления следующим образом:

- на уплату налогов покупателя и прибыли для зачисления на депозит;
- пропорционально между собой — на уплату приоритетных комиссионных платежей, а также расходов (трасти и агенту по взаимодействию);
- на возмещение недостаточности дохода, отраженной в регистре учета недостаточности доходов (income deficiency ledger — IDL);
- пропорционально между собой — на уплату приоритетных комиссионных платежей и выплату вознаграждения расчетному агенту, сервисеру, резервному сервисеру, банку-держателю счета эмитента, банку, предоставляющему счет для сбора платежей, резервному банку, предоставляющему счет для сбора платежей, банку, предоставляющему счет для сбора платежей в случае замены сервисного агента, информационному агенту, кастодиану, корпоративным администраторам и иным третьим лицам;
- на уплату возмещения ущерба эмитенту и возмещение средств, которые сервисер ошибочно уплатил покупателю;
- на выплату накопленных процентов по приоритетному кредиту;
- на компенсацию недостаточности поступлений по основному долгу, отраженному в PDL;
- на уплату субординированных комиссионных платежей резервному сервисеру;
- пропорционально — на уплату фиксированных процентов банку по субординированному кредиту, а также любому лицу в составе группы, к которому переходят права;
- пропорционально — на уплату банку непогашенной суммы в рамках основного долга по договору предоставления субординированного кредита, а также любому лицу в составе группы, к которому переходят права, но только по траншу, покрывающему первоначальные расходы;
- пропорционально — на уплату процентов по переменной ставке банку, предоставляющему субординированный кредит, а также любому лицу в составе группы, к которому переходят права, на покрытие первоначальных расходов;
- на уплату любых затрат, превышающих предельный объем приоритетных расходов;
- пропорционально — на уплату процентов по переменной ставке банку, предоставляющему субординированный кредит, а также любому лицу в составе группы, к которому переходят права по младшему кредиту, и на уплату фиксированных процентов по субординированному кредиту банку, предоставляющему этот кредит, а также любому лицу в составе группы, к которому переходят права.

В отношении приоритетных комиссионных платежей, расходов и вознаграждения устанавливается максимальная сумма в размере 10 843 218 руб. плюс комиссионные резервному сервисеру в размере 0,04% и комиссионные сервисеру в размере 0,59% от суммы основного долга, по которому исполняются обязательства.

До наступления амортизационного периода расчетный агент направляет доступные средства основного долга эмитенту, который затем последовательно распределяет их следующим образом:

- на погашение основного долга по авансовой части приоритетного кредита, эквивалентной сумме обязательного погашения основного долга;
- на удержание суммы погашения основного долга по авансовой части приоритетного кредита, эквивалентной сумме обязательного погашения основного долга на дату следующего распределения;

- на удержание суммы средств для рефинансирования основного долга для формирования резерва ликвидности;
- на выплаты по урегулированию задолженности, направляемые продавцу;
- на уплату стоимости приобретения портфеля дебиторской задолженности;
- только в случае полного погашения приоритетного кредита — на уплату всех сумм, подлежащих уплате банку, предоставляющему субординированный кредит, а также любому лицу в составе группы, к которому переходят эти права.

В постамортизационный период или на этапе взыскания расчетный агент распределяет все доступные денежные средства (поступления от погашения основного долга и выручку) в следующем порядке:

- на уплату налогов покупателя и прибыли для зачисления на депозит;
- пропорционально — на уплату приоритетных комиссионных платежей, а также расходов (трасти и агенту по взаимодействию);
- пропорционально — на уплату приоритетных комиссионных платежей и выплату вознаграждения расчетному агенту, сервисеру, резервному сервисеру, банку-держателю счета эмитента, банку, предоставляющему счет для сбора платежей, резервному банку, предоставляющему счет для сбора платежей, банку, предоставляющему счет для сбора платежей в случае замены сервисного агента, информационному агенту, кастодиану, корпоративным администраторам и иным третьим лицам;
- на уплату возмещения ущерба эмитенту и возмещение средств, которые сервисный агент ошибочно уплатил покупателю;
- до взыскания — на уплату всех подлежащих уплате сумм процентов и основного долга по приоритетному кредиту. В результате взыскания суммы, которые подлежали бы уплате по приоритетному кредиту, уплачиваются напрямую держателям облигаций;
- на уплату субординированных комиссионных платежей резервному сервисеру;
- на уплату всех сумм, подлежащих выплате банку, предоставляющему субординированный кредит, а также любому лицу в составе группы, к которому переходят права, и сервисеру после любого ошибочного расчета цен, уплаченных за кредиторскую задолженность по дефолтным кредитам;
- в результате взыскания, пропорционально между собой и по принципу *pari passu* — на уплату любых условных обязательств и всех сумм, подлежащих уплате эмитенту покупателем по договору о приоритетном кредите, если эти суммы не были выплачены держателям облигаций;
- на уплату любых избыточных сумм процентов по переменной ставке по субординированному кредиту.

Регистр учета недостаточности доходов

Регистр учета недостаточности доходов будет использоваться для учета той части доступных поступлений по основному долгу, которая используется для компенсации недостаточности выручки после распределения всех имеющихся процентных поступлений и использования резерва ликвидности. В документах по сделке недостаточность выручки определяется как недостаточность средств для покрытия первоочередных платежей в порядке распределения процентных поступлений до пункта (и включая) «проценты по приоритетному кредиту». В случае недостаточности этих средств она будет компенсироваться доступными поступлениями по основному долгу. В последующие периоды денежный доход будет переведен в поступления по основному долгу. Регистр учета

недостаточности доходов, в котором отражено движение этих денежных средств, ведет расчетный агент.

Регистр учета недостаточности поступлений по основному долгу

Регистр учета недостаточности поступлений по основному долгу (PDL) будет создан как отдельный реестр на счете сделки. Он будет использоваться для учета и поддержания резерва эмитента по кредиторской задолженности в зависимости от срока просрочки потребительских кредитов, входящих в состав обеспечения по облигациям, и всех избыточных сумм, подлежащих зачету, в соответствии с определениями, приведенными в документах по сделке. Размер резерва будет корректироваться ежемесячно и зависеть от фактического уровня просрочек и дефолтов в кредитном портфеле, а также от дополнительных избыточных сумм, подверженных риску зачета встречных требований.

Необходимая сумма PDL, которая зависит от срока просрочки, будет определяться раз в месяц и представляет собой произведение остатка основного долга по активам, входящим в каждую из нижеследующих шести групп просрочки, и размера резерва для соответствующей группы:

- просрочка от 31 до 60 дней — 2,00%;
- просрочка от 61 до 90 дней — 4,00%;
- просрочка от 91 до 120 дней — 55,00%;
- просрочка от 121 до 150 дней — 80,00%;
- просрочка от 151 до 180 дней — 90,00%;
- просрочка более чем на 180 дней — 100%.

По сравнению с традиционным механизмом расчета PDL, который определяется исключительно объемом дефолтных кредитов, данная схема представляет собой постепенное наращивание PDL — по мере усугубления просрочки по кредиту и в конце концов достигает 100% (когда он признается дефолтным). Таким образом, удержание избыточного спреда начинается на более раннем этапе — это повышает вероятность того, что он сможет полностью покрыть дефолтные активы после того, как сервисер классифицирует эти активы как дефолтные.

Суммы дебета в PDL корректируются зачислением суммы дохода в PDL в графу «кредит» в соответствии с последовательностью платежей. Доход, учитываемый в PDL в графе «кредит», становится доступным для использования поступлением по основному долгу.

В построенной нами модели денежных потоков мы смоделировали традиционный способ удержания избыточного спреда, т.е. только в отношении дефолтных кредитов. На наш взгляд, такой способ моделирования дает более консервативные результаты.

Механизмы кредитной поддержки

К числу «жестких» механизмов кредитной поддержки облигаций (кредитная поддержка, которая существует на момент закрытия, в частности резервный счет, избыточное обеспечение и субординация) относятся:

- Субординация. Субординированный кредит является субординированным по отношению к облигациям.

Субординированная сумма меньше номинальной, поскольку покупатель использует часть субординированного кредита для формирования резерва ликвидности и покрытия первоначальных затрат. В нашей модели денежных потоков учитывается фактическая сумма обеспечения, поддерживающего облигации.

- Резерв ликвидности. Он может быть использован на покрытие приоритетных расходов и обязательств по уплате процентов по облигациям.

К числу «мягких» механизмов кредитной поддержки относится избыточный спред, покрывающий недостаточность процентных поступлений и поступления по основному долгу по просроченным и дефолтным кредитам, которые мы считаем подверженными риску зачета встречных требований.

Резерв ликвидности

Резерв ликвидности будет создан в форме реестра на счете сделки и будет финансироваться за счет поступлений от субординированного кредита. При закрытии сделки из поступлений от кредита покупатель израсходует сумму, номинированную в рублях (которая еще должна быть определена), для покрытия первоначальных расходов, причем она не должна превышать сумму, номинированную в рублях (сумма должна быть определена), для приобретения активов. Для финансирования резерва ликвидности по основному долгу потребуется по меньшей мере объем средств, эквивалентный сумме следующих шести процентных платежей и приоритетных расходов. Впоследствии резерв ликвидности будет пополняться за счет процентных платежей до требуемой суммы.

Резерв ликвидности будет использоваться для покрытия первоочередных платежей в порядке распределения процентных поступлений до пункта (и включая) «накопленные проценты по приоритетному кредиту». На дату уплаты процентных платежей, когда облигации будут погашены в полном объеме, остаток резерва ликвидности будет добавлен к имеющимся поступлениям по основному долгу.

Риск зачета встречных требований

Заемщики могут иметь право зачета сумм, подлежащих уплате ХКФБ, по двум причинам.

Во-первых, заемщики могут иметь денежные депозиты в ХКФБ, поэтому риск зачета встречных требований в дальнейшем может повыситься, так как заемщики могут со временем размещать денежные средства на депозитах в ХКФБ. Во-вторых, кредиты могут выдаваться сотрудникам банка, которые могут зачитывать платежи по потребительским кредитам против заработной платы в случае несостоятельности ХКФБ. В соответствии с критериями отбора по данной сделке объем кредитов, выданных сотрудникам банка, не может превышать 0,1% остатка задолженности по основному долгу по кредитам, включенным в баланс кредитного портфеля.

В случае несостоятельности ХКФБ заемщики могут зачитывать полный или частичный объем своих обязательств по погашению потребительских кредитов против требований по их депозитам или заработной платы.

Структура сделки предусматривает механизм, обеспечивающий защиту от зачета чрезмерного объема требований. В PDL учитывается вся сумма избыточного зачета требований.

Мы оценили данный риск как чистую потерю 5% активов на момент закрытия сделки на основании данных о доле кредитов в текущем портфеле банка, выданных вкладчикам, и слабых экономических стимулов для того, чтобы заемщики хранили депозиты в ХКФБ, из-за значительного разрыва между ставками по депозитам (до 9%) и ставками по кредитам (33%).

Услуги сервисера

ХКФБ будет готовить ежемесячные отчеты сервисера и вести ведомость по каждому кредиту, которую раз в месяц будет передавать информационному агенту.

Резервный сервисер примет на себя сервисные функции в случае, если сервисер не сможет их выполнять. При замене сервисер будет взаимодействовать с резервным сервисером (или организацией, выполняющей его функции) для выполнения всех обязанностей, указанных в договоре оказания услуг сервисера.

В соответствии с договором оказания услуг сервисера и планом действий в непредвиденных обстоятельствах, сервисер:

- представляет подробную информацию о дебиторской задолженности;
- обеспечивает выполнение указаний резервного сервисера своими сотрудниками и всеми третьими лицами, работающими по договорам подряда;
- обеспечивает надлежащий доступ в офисные помещения и к соответствующему программному обеспечению, а также дает указания, позволяющие выполнять все обязанности, указанные в договоре оказания услуг сервисера.

Риск смешения

Заемщики могут осуществлять платежи в соответствии с условиями кредитных договоров:

- непосредственно в отделениях банка ХКФБ, через его банкоматы и терминалы, из средств заработной платы;
- в других банках;
- через систему экспресс-платежей.

Даты платежей заемщиков относительно равномерно распределены в течение месяца. Счет для сбора платежей открыт в ХКФБ на имя покупателя, который перечисляет полученные денежные средства на счет сделки на следующий рабочий день.

Сервисный агент и резервный сервисный агент не имеют минимального рейтинга, удовлетворяющего нашим критериям для поддержки рейтинга облигаций на уровне «BBB», однако мы полагаем, что риск смешения полностью покрывается структурными особенностями сделки в соответствии с нашими критериями в отношении риска контрагента вследствие следующих факторов:

- период возможной реализации кредитного риска банка-держателя счета для сбора платежей ограничивается одним рабочим днем;
- резерв ликвидности достаточен для покрытия процентов по облигациям в течение шести месяцев (или расходов и процентов по облигациям в течение примерно 4,3 месяцев) в случае задержки или утраты поступлений денежных

средств в результате дефолта сервисера.

Мы полагаем, что процесс замены сервисера, определенный в документации сделки, позволит резервному сервисеру возобновить получение денежных средств менее чем через шесть месяца после дефолта сервисера.

Риск контрагента

Сделка будет подвержена риску контрагента, связанному с Citibank N.A. (Лондонское отделение), который выступает в роли держателя счета эмитента и расчетного агента. Мы считаем, что положения о понижении рейтинга, содержащиеся в документации сделки, в достаточной степени покрывают этот риск на рейтинговом уровне «BBB» (sf) в соответствии с нашими текущими критериями в отношении риска контрагента.

Состав обеспечения

Портфель кредитов, обеспечивающий выплаты по облигациям, состоит из одного продукта — необеспеченного потребительского кредита от ХКФБ. На дату отсечения — 31 июля 2013 г. — пул кредитов, удовлетворяющих критериям отбора, включал 540 959 кредитов на общую сумму 68,4 млрд руб. (около 2 млрд долл.). Средняя первоначальная сумма кредита составляла 156 932 руб. (около 4 756 долл.), средняя сумма остатка задолженности — 126 499 руб. (около 3 833 долл.). Средневзвешенный первоначальный срок кредита составлял 42,57 месяца, оставшийся срок до погашения — 34,77 месяца. Средневзвешенная процентная ставка составляет 32,01%. Процентная ставка по кредитам на протяжении срока сделки является фиксированной, другие компоненты доходности (сборы или комиссии) отсутствуют.

Диаграмма 2

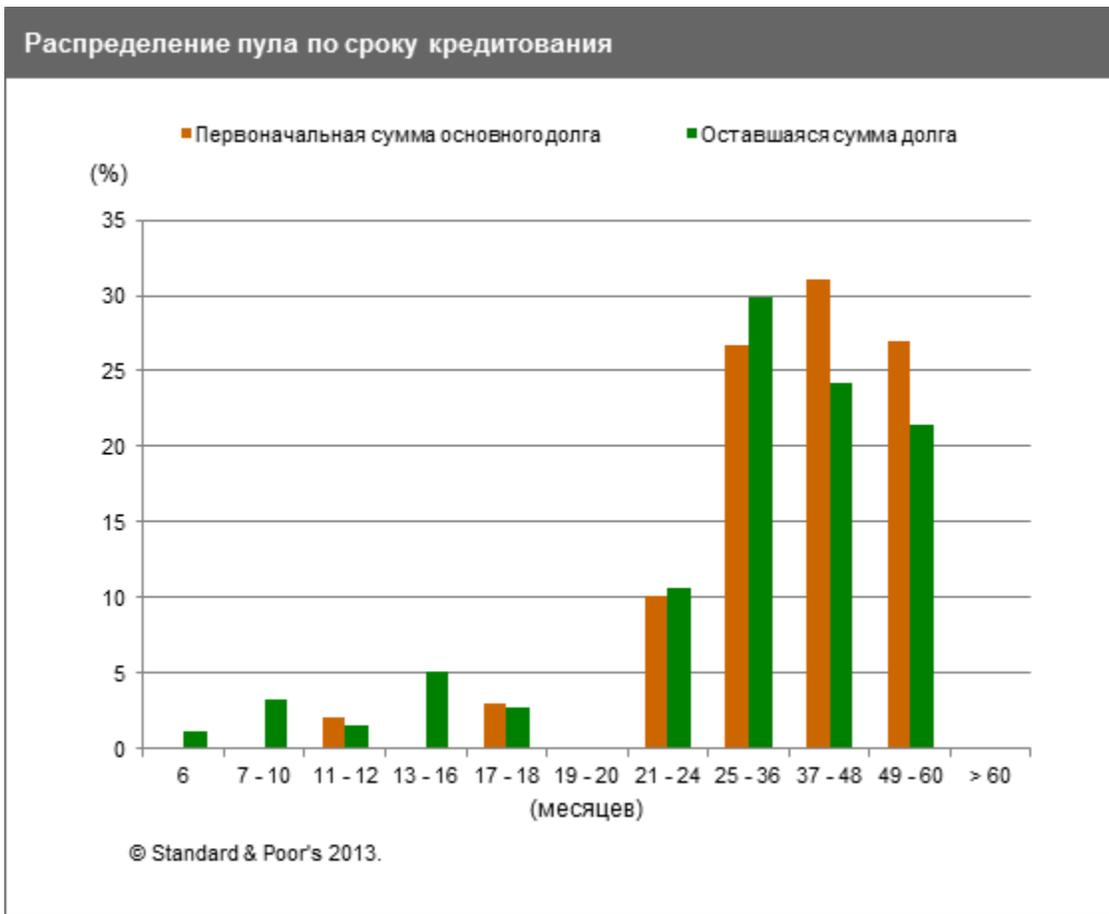


Диаграмма 3

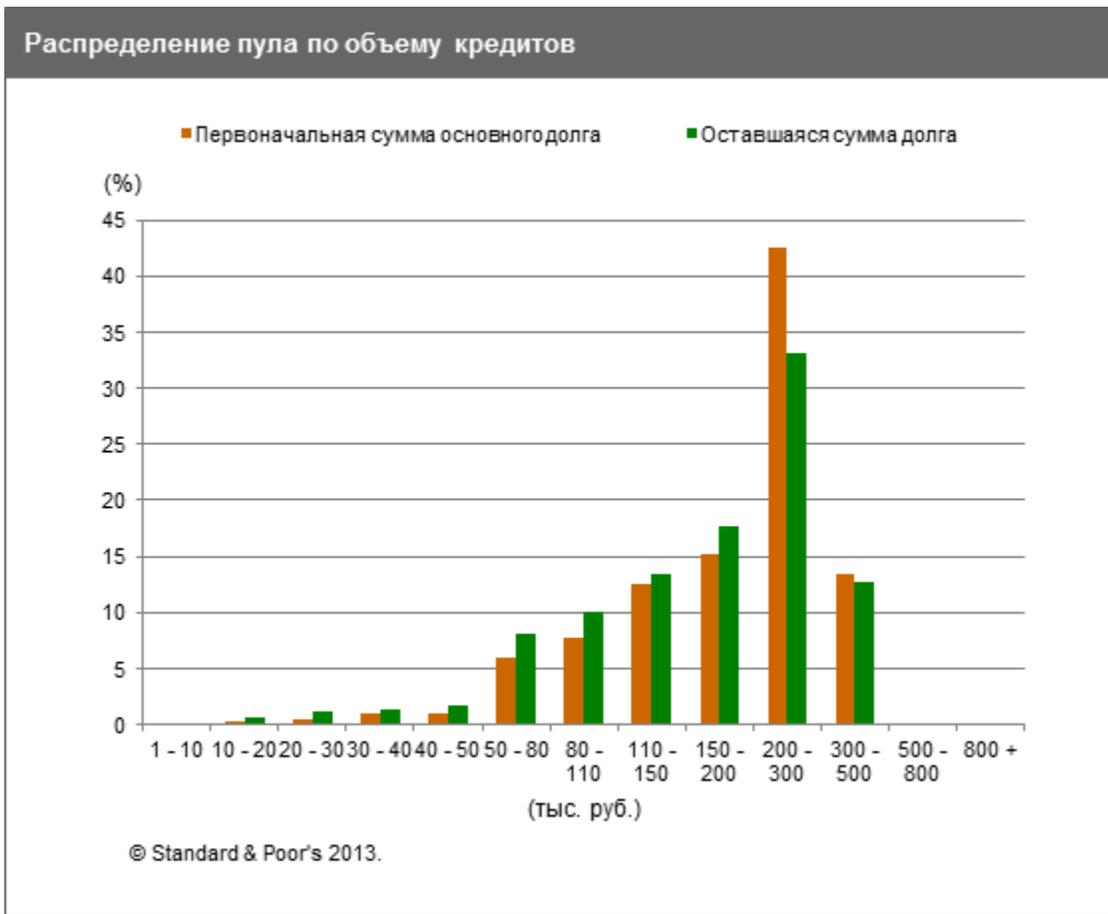


Диаграмма 4

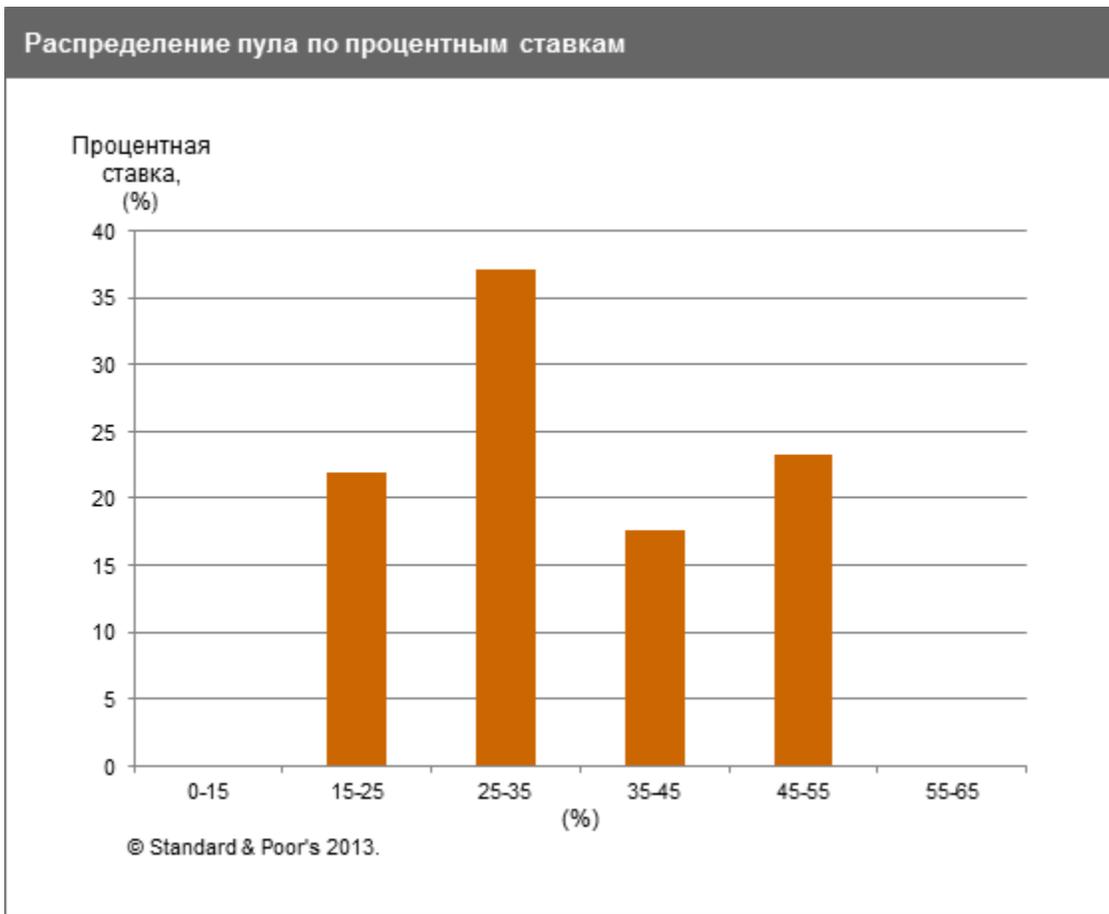
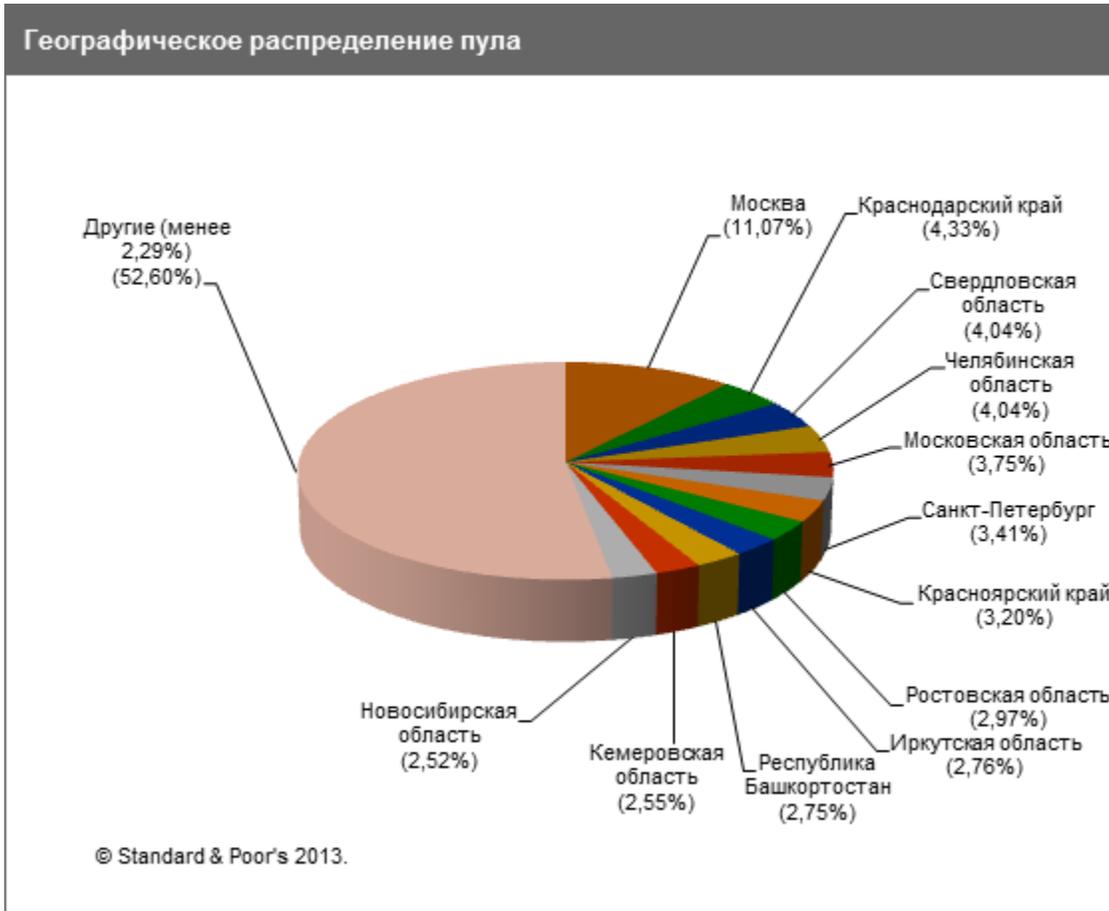


Диаграмма 5



Кредитный анализ

Наш рейтинговый анализ включает оценку кредитного риска сделки в разных стрессовых сценариях. Для кредитного анализа мы использовали нашу методологию анализа сделок потребительского финансирования в европейских странах.

Уровень дефолтов

Документация по сделке определяет кредиты, по которым допущен дефолт, как кредиты, просроченные на 181 календарный день или более.

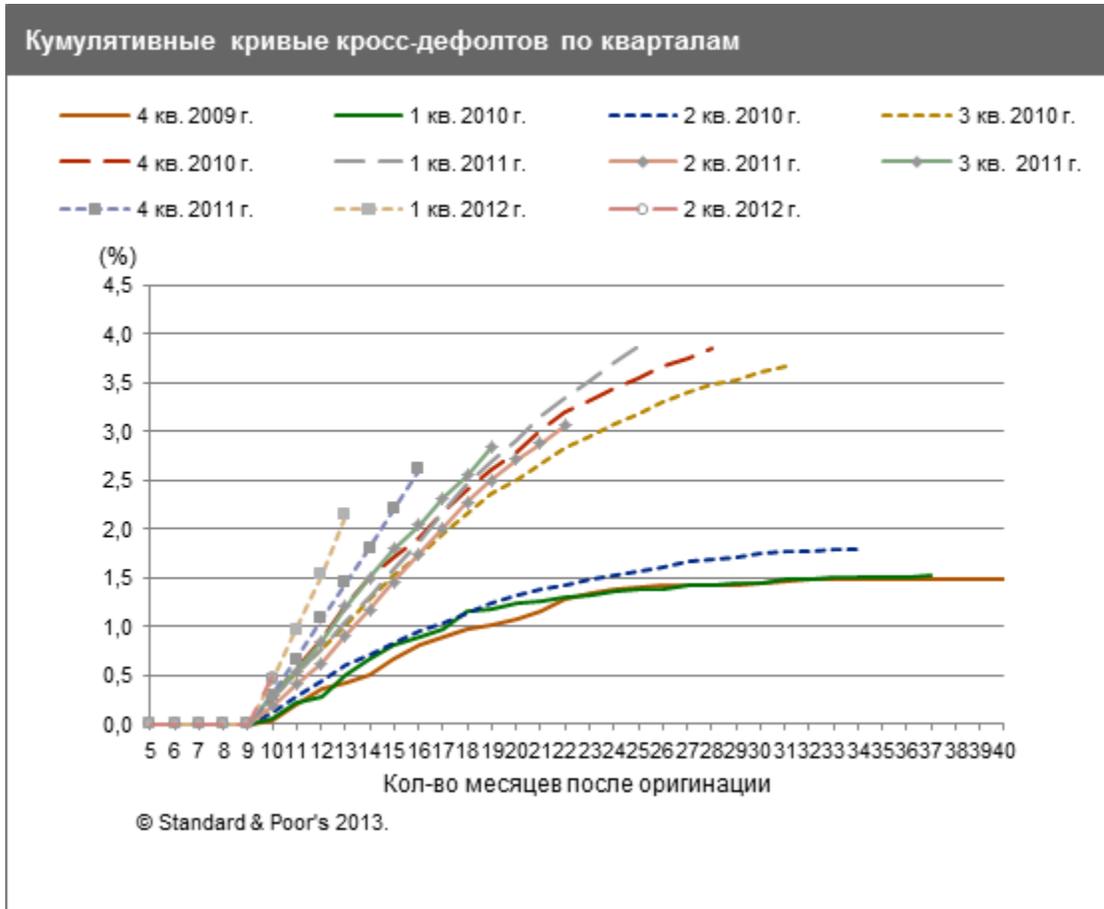
При определении базового уровня дефолтов мы учитывали следующие факторы.

- Мы проанализировали динамику показателей кредитного портфеля, имеющих значение для данной сделки, с начала 2006 г. до мая 2013 г. Принимая во внимание изменения в стандартах андеррайтинга originатора после 2009 г., мы провели оценку только данных после 2009 г. В последние четыре года кредитный портфель ХКФБ увеличился. В 2012 г. среднемесячный объем кредитов, выдаваемых originатором, достиг 7 млрд руб. по

сравнению с 2 млрд руб. в 2011 г. и 640 млн руб. в 2010 г. Вследствие небольшого объема кредитования в 2009 г. (когда российская экономика находилась в стадии рецессии и выдача кредитов в банковском секторе почти прекратилась) мы полагаем, что оригинатор не имел возможности проверить качество стандартов андеррайтинга в период спада.

- Оригинатор стремится увеличить объем кредитования и долю рынка. На наш взгляд, это повышает риск ухудшения показателей в связи с быстрым ростом бизнеса. Поэтому мы устанавливаем более высокий базовый уровень дефолтов (10,5%) по сравнению с фактическими историческими данными.

Диаграмма 6



В нашем анализе денежных потоков мы использовали 24-месячную кривую дефолтов, которая начинается с момента закрытия сделки. Мы рассмотрели различные сценарии распределения будущих дефолтов по времени, такие как: равномерное распределение, распределение с значительной частью ранних дефолтов и распределение с значительной частью поздних дефолтов.

Уровень ожидаемого возмещения долга после дефолта

Вследствие необеспеченного характера потребительских кредитов мы не учитываем или почти не учитываем возмещение долга после дефолта в соответствии с нашими критериями в отношении потребительского

финансирования в европейских странах. В данной сделке мы частично учитывали статистику возмещения долга после дефолта, согласно данным ХКФБ по уровню ожидаемого возмещения долга, а также вследствие благоприятного опыта возмещения долга в целом по банковскому сектору.

При определении базового уровня возмещения долга после дефолта мы подвергли данные ХКФБ за прошлые периоды стресс-тестированию, чтобы учесть риск снижения уровня возмещения долга после дефолта в случае замены сервисера. Мы предположили, что взыскание средств по дефолтным активам займет шесть месяцев.

Кредитные мультипликаторы и поправочные коэффициенты

Мы применили максимально высокие поправочные коэффициенты и кредитные мультипликаторы для рейтингового сценария «BBB», чтобы учесть тот факт, что рейтинг «BBB» (sf) отражает сценарий суверенного дефолта Российской Федерации по обязательствам в иностранной валюте.

Таблица 1

Допущения базового и стрессового сценариев для рейтингового сценария «BBB»		
	Уровень дефолтов, %	Уровень ожидаемого возмещения долга после дефолта, %
Базовый сценарий	10,50	15,00
Поправочный коэффициент	3,00	40,00
Стрессовый показатель в сценарии «BBB»	31,50	9,00

Уровень просрочек

Поскольку платежи по кредитам имеют аннуитетный характер, мы предположили, что платежи в погашение и основного долга и процентов будут производиться с задержкой в шесть месяцев. Общий уровень просрочек составляет две трети от общего показателя дефолтов. Просрочки учитываются в первые 12 месяцев применения нами модели денежных потоков.

Коэффициент досрочного погашения

Фактические темпы досрочного погашения в предыдущие периоды составляли от 5% до 33%. Мы протестировали результаты модели денежных потоков в условиях низкого (0,5%) и высокого (35%) постоянного коэффициента досрочного погашения (constant prepayment rate; CPR).

Доходность

Мы ограничили доходность кредитного портфеля уровнем 24% в сценариях, предусматривающих и низкий и высокий CPR, поскольку это соответствует нашему допущению относительно возможной доходности портфеля в период пополнения. По состоянию на дату отсечения пула (31 июля 2013 г.) текущая средневзвешенная процентная ставка по кредитному портфелю составляла 32,01%.

Анализ денежных потоков

Мы проверили способность своевременной выплаты процентов по облигациям и окончательного погашения основного долга с помощью нашей модели денежных потоков и при описанных выше стрессовых допущениях. Единственными переменными параметрами в нашей модели являются коэффициент досрочного погашения и переменная процентная ставка, которая применяется после 36-го периода. Все остальные параметры являются постоянными. Результаты применения модели не различаются в отношении допущений относительно процентной ставки, поскольку процентная ставка является фиксированной для активов и ограничена максимумом 12% для облигаций.

Модель подтверждает способность эмитента выполнить свои обязательства по облигациям при рейтинговом уровне «BBB» в сценариях с высоким и низким CPR.

Сценарный анализ

Мы включаем в наши рейтинговые отчеты сценарный анализ «Что, если...?», чтобы объяснить основные рейтинговые допущения и возможное влияние позитивных или негативных событий на рейтинги (см. статью «Методология: критерии кредитной стабильности», опубликованную 3 мая 2010 г., и статью «Сценарий и анализ зависимости сделок структурированного финансирования: влияние пяти основных макроэкономических факторов», опубликованную 4 ноября 2011 г.).

Методология

При присвоении рейтингов сделкам потребительского финансирования с использованием ценных бумаг, обеспеченных активами (asset-based securities, ABS), в европейских странах мы разработали модель сценарного анализа и проверки чувствительности. Она демонстрирует вероятное влияние сценарных стрессов на рейтинги сделки в течение одного года — срока, на который делается прогноз. Мы считаем, что для этого класса активов целесообразно использовать сценарные стрессы на протяжении одного года, учитывая относительно короткий средневзвешенный срок жизни активов, которыми обеспечены облигации. Для этих видов ценных бумаг существует много факторов, которые могут обусловить понижение рейтинга и дефолт по отрейтингованным облигациям, в том числе ухудшение кредитного качества активов и структурные особенности сделки. Однако для целей данного анализа мы выбрали три основных фактора, влияющих на поведение обеспечивающего пула активов:

- уровень убытков (брутто);
- уровень ожидаемого возмещения долга после дефолта;
- коэффициент досрочного погашения.

Учитывая существующие экономические условия, предлагаемые стрессовые сценарии отражают негативные события для каждого из указанных переменных факторов. Повышение общего уровня дефолтов может быть

обусловлено несколькими факторами, в том числе повышением уровня безработицы и числа компаний, заявивших о своей несостоятельности, а также сокращением возможностей предоставления кредитов вследствие ухудшения условий рефинансирования потребительских кредитов. Кроме того, эти факторы, вероятнее всего, приведут к снижению уровня ожидаемого возмещения долга после дефолта, поскольку структурный дисбаланс спроса и предложения приводит к снижению цен на активы. В этих условиях мы также ожидаем, что скорость досрочного погашения снизится, поскольку из-за уменьшения вариантов рефинансирования долга заемщики не смогут досрочно выполнить обязательства по финансовым договорам.

Мы включили в данный анализ два стрессовых сценария, чтобы продемонстрировать изменение рейтинга облигаций (см. табл. 2).

Таблица 2

Сценарные стрессы			
Переменный рейтинговый фактор	Сценарий 1 (стресс в сравнении с базовым сценарием)	Сценарий 2 (стресс в сравнении с базовым сценарием)	
Уровень убытков (брутто, %)	30	50	
Уровень ожидаемого возмещения долга после дефолта, %	(30,00)	(50,00)	
Коэффициент постоянного досрочного погашения, %	(20,00)	(33,30)	

Следует отметить, что наши базовые допущения для каждой сделки наиболее точно отражают наше мнение относительно будущего поведения портфеля активов. Наш подход к определению этих базовых показателей учитывает показатели прошлых периодов и ожидаемые возможные изменения этих показателей в течение срока жизни сделки. Чувствительность отрейтингованных облигаций в каждой сделке будет разной в зависимости от этих факторов в дополнение к зависимости от структурных особенностей сделки, включая зависимость от избыточного спреда, последовательность платежей и уровни кредитной поддержки при закрытии сделки.

Сценарный стресс и анализ чувствительности

Результаты моделирования предназначены для оценки возможного изменения рейтинга облигаций для конкретной сделки. Для целей анализа данной сделки мы использовали два вышеуказанных сценария при моделировании денежных потоков. В табл. 3 и 4 отражены изменения в базовых допущениях по активам и результаты стресс-тестирования.

Таблица 3

Сценарные стрессы				
Срок действия стресса - 12 месяцев				
Переменный рейтинговый фактор	Базовый сценарий	Сценарий 1	Сценарий 2	
Средневзвешенный уровень убытков (брутто), %	10,5	13,65	15,75	
Уровень ожидаемого возмещения долга после дефолта, %	10	7	5	

Таблица 3

Сценарные стрессы (cont.)			
Коэффициент постоянного досрочного погашения, %	20	6	13,3

Таблица 4

Анализ сценарных стрессов - результаты изменения рейтингов			
Сценарные стрессы	Класс	Первоначальный рейтинг	Рейтинг в стрессовом сценарии
Сценарий 1	Облигации	BBB (sf)	BB (sf)
Сценарий 2	Облигации	BBB (sf)	BB- (sf)

Наш анализ позволяет сделать вывод о том, что в условиях стрессов в сценарии 1 и сценарии 2 рейтинг облигаций, вероятнее всего, будет понижен до уровня «BB». Изменение рейтинга облигаций происходит в рамках максимального понижения уровня рейтингов в соответствии с нашими критериями кредитной стабильности.

Мониторинг и наблюдения за рейтингом

В рамках текущего наблюдения за данной сделкой мы будем регулярно проводить оценку:

- показателей портфеля кредитов, включая дефолты, просрочки и досрочное погашение;
- рейтинга участника сделки, поддерживающего рейтинг облигаций.

Раскрытие информации в соответствии с правилом 17g-7 Standard & Poor's

В соответствии с Правилем 17g-7 КЦББ Национально признанная статистическая рейтинговая организация (НПСРО) обязана включать в любой отчет о кредитном рейтинге ценной бумаги, обеспеченной активами (в соответствии с определением, которое содержится в Правиле), описание заявлений, гарантий и доступных инвесторам механизмов правоприменения, а также описание их отличий от заявлений, гарантий и доступных инвесторам механизмов правоприменения, касающихся выпусков аналогичных ценных бумаг.

Отчет о раскрытии информации Standard & Poor's в соответствии с Правилем 17g-7, включенный в отчет о данном кредитном рейтинге, содержится по адресу: <http://standardandpoorsdisclosure-17g7.com/942.pdf>.

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме данной публикации

Критерии, имеющие отношение к теме данной публикации

- Сделки структурированного финансирования: критерии в отношении изоляции активов и специальных юридических лиц (Европа) // 13 сентября 2013 г.
- Риск контрагента: методология и допущения // 25 июня 2013 г.
- Присвоение рейтингов синтетическим ценным бумагам с новыми характеристиками, выпущенным на основе

других ценных бумаг // 16 октября 2012 г.

- Принципы присвоения кредитных рейтингов // 16 февраля 2011 г.
- Методология: критерии кредитной стабильности // 3 мая 2010 г.
- Определение странового риска в критериях Standard & Poor's, касающихся ценных бумаг, обеспеченных активами // 11 апреля 2006 г.
- Критерии потребительского финансирования: Европа // 10 марта 2000 г.

Статьи, имеющие отношение к теме данной публикации

- Российская Федерация — кредитный рейтинг // 8 июля 2013 г.
- Оценки страновых и отраслевых рисков банковского сектора (BICRA): Российская Федерация // 16 мая 2013 г.
- Сценарий и анализ чувствительности сделок структурированного финансирования в европейских странах: влияние пяти основных макроэкономических факторов // 14 марта 2012 г.
- Сценарий и анализ чувствительности сделок структурированного финансирования в разных странах мира: влияние пяти основных макроэкономических факторов // 4 ноября 2011 г.

© 2013 Standard & Poors Financial Services LLC. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа, данных о кредитоспособности, оценок, а также моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительного полученного письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC или его структурных подразделений (вместе - S&P) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P, исследования, и оценка рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

По мере того, как регулирующие органы позволяют рейтинговому агентству в определенных целях регулирования подтверждать в одной юрисдикции рейтинг, присвоенный в другой юрисдикции, S&P оставляет за собой право присваивать, отзывать или приостанавливать такое подтверждение в любое время и по своему усмотрению. Стороны S&P отказываются от каких-либо обязательств, как бы то ни было, вытекающих из присвоения, отзыва или приостановления подтверждения рейтинга, а также какой-либо ответственности за любой ущерб, заявленный, как понесенный в результате указанных действий.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P публикуются на веб-сайтах — www.standardandpoors.com (доступ — бесплатный), а также www.ratingsdirect.com, www.globalcreditportal.com и www.spcapitaliq.com (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www.standardandpoors.com/usratingsfees.