Денис СКРИПКИН,
старший менеджер управления секьюритизации, ВТБ Капитал

В Группе ВТБ работает с 2006 года, специализируется на структурировании транзакций и взаимоотношениях с инвесторами. Имеет опыт работы в банковском секторе более 10 лет, в том числе в качестве советника заместителя председателя правления АКБ «РОСБАНК» в 2004–2006 годах.

Окончил физический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова и магистратуру Высшей школы экономики. В 2011 году получил звание Chartered Financial Analyst. Член ассоциации CFA (Россия).

Обзор рынка секьюритизации в Европе в 2014 году

Цифры официальной статистики показывают достаточно умеренный рост объемов секьюритизации в Европе в 2014 году по сравнению с предыдущим периодом. Так, по данным Европейской ассоциации финансовых рынков (AFME), общий объем секьюритизационных сделок вырос на 19.8% и составил 216 млрд евро: из них 77.6 млрд евро (рост +2.4% к 2013 году) были размещены на рынке среди инвесторов, объем сделок, выкупленных оригинаторами или их родственными структурами, составил 138.4 млрд евро (+32.4%).

Анализ структуры активов показал, что на рынке также не произошло кардинальных изменений. Наиболее востребованным базовым продуктом для секьюритизации традиционно остались первоклассные ипотечные кредиты (prime residential mortgages) — их доля несколько выросла по сравнению с 2013 годом и составила 40% от общего объема рыночных выпусков, вторым по популярности продуктом стали первоклассные автокредиты (prime autoloans) — 22%, на третье место вырвались облигации, обеспеченные кредитными обязательствами (CLO) — 20%, объемы выпусков, обеспеченных коммерческими ипотеками (CMBS), упали до 4% по сравнению с 2013 годом (13%) в основном из-за неопределенности с качеством базового актива.

При этом продолжилась тенденция сжатия спредов на вторичном рынке практически по всем секторам, особенно в сентябре, когда стало известно о программе ЕЦБ. Это привело к дальнейшему снижению стоимости заимствований для эми-

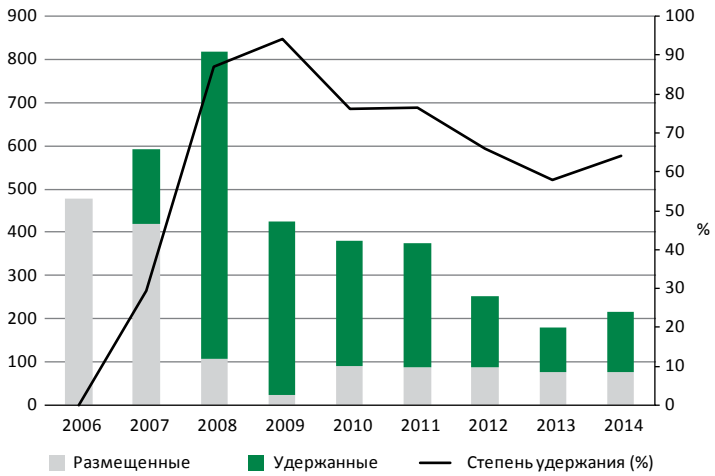

Рисунок 1
Объемы секьюритизации в Европе, млрд евро

* Источники: AFME, «ВТБ Капитал»

тентов, что значительно повысило конкурентные преимущества секьюритизации с точки зрения затрат, однако сделало ее менее привлекательной в глазах инвесторов. Рынку все еще предстоит найти замену сегменту некогда активных инвесторов, ушедших из-за снижения доходностей и возросшей стоимости капитала.

Но если заглянуть за формальные показатели, то нельзя не отметить важные качественные изменения на этом рынке: рост объемов выпусков европейских CLO, возвращение CMBS, обеспеченных несколькими кредитами (multi-loan) или кредитами нескольким заемщикам (multi borrower), объявление Европейским центральным банком программы покупки структурированных облигаций (ABSPP), совместное заявление ЕЦБ и Банка Англии о мерах по улучшению функционирования рынка секьюритизации в Европейском союзе. Основная идея этого документа заключается в том, что, несмотря на порочную практику, существовавшую до 2007 года, когда структурированные продукты представляли собой сложное переплетение неконтролируемого риска и сомнительных премий, секьюритизация представляет собой фундаментальный механизм распределения риска для предоставления капитала бизнесу и рабочих мест населению. Одной из основных целей

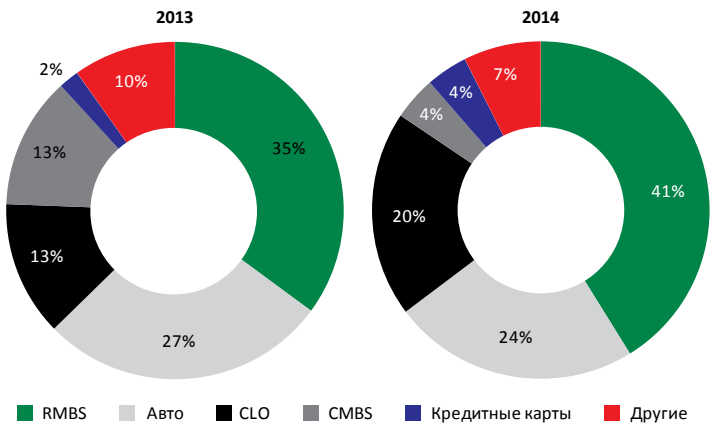

Рисунок 2
Анализ структуры активов на рынке секьюритизации

* Источники: AFME, HSBC, «ВТБ Капитал»

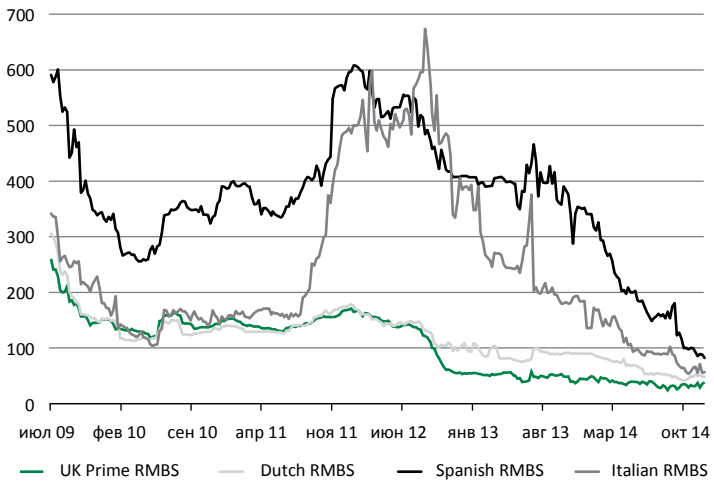

Рисунок 3
Спреды основных классов европейских ABS, б.п.

* Источники: HSBC, «ВТБ Капитал»

программы ABSPP, запущенной в прошлом году ЕЦБ, является снижение зависимости европейского бизнеса от банковского финансирования и смещение фокуса данного риска на институциональных инвесторов. Реализация данной цели заняла в Европе больше времени, чем в США, где 70% долгов финансируется через рынки капитала, в Европе ситуация практически обратная. Тем не менее секьюритизация останется в 2015 году важным источником фондирования бизнеса оригинаторов.

Как указывает AFME, секьюритизация продолжает оставаться важным инструментом финансирования в Европе, позволяющим заемщикам выходить на рынки капитала. В то время, когда экономические субъекты испытывают определенные трудности в получении фондирования, секьюритизация может повысить доступность кредита, в особенности для малого и среднего бизнеса, а также домохозяйств, позволяя банкам высвобождать свои балансы для дальнейшего развития кредитования. Восстановление рынка секьюритизации призвано сыграть важную роль в разблокировании кредитных рынков и поддержке восстановления европейской экономики.

Тем не менее инвестиции в подобные инструменты все еще ограничены из-за неопределенности и негативных сигналов, сопровождающих новый пакет регулятивных мер. Для оживления рынка секьюритизации и снижения асимметрии информации запущено несколько инициатив, в частности «Высококачественные Обеспеченные Бумаги» (Prime Collateralised Securities — PCS). Структурированные облигации, отмеченные таким образом, идентифицируются как соответствующие лучшим рыночным практикам в части качества базовых активов, прозрачности и понятности структуры, простоты и стандартизации, что, в свою очередь, должно поддержать вторичную ликвидность таких инструментов.

Несмотря на смягчение отношения к секьюритизационным продуктам официальных лиц, регулирование остается главным вызовом для европейского рынка структурированных продуктов. Одним из важнейших событий на рынке явились упомянутые выше совместные усилия ЕЦБ и Банка Англии по разделению качественных простых секьюритизаций и сложных структур, однако это только малая часть целого айсберга.

Секьюритизационные бумаги остаются весьма непривлекательными по стандартам Solvency 2, регулирующим инвестиции страховых компаний — одного из ключевых инвесторов на этом рынке. Нагрузка на капитал при инвестировании в ABS не соответствует нагрузке от владения базовым активом. Коэффициент для структури-

рованной бумаги с рейтингом AAA Уровня 1 (повышенное качество) — 2.1% за год дюрации, что в три раза выше, чем для обеспеченной облигации (covered bond) с тем же рейтингом и в 1.5 раза выше, чем по корпоративным бумагам с рейтингом single-A. Таким образом, страховщики демотивированы инвестировать в структурированные продукты.

Похожая ситуация и в банковском регулировании, хотя принятые в итоге цифры по LCR оказались лучше первоначальных предложений в части ипотечных облигаций, а также квалифицированных ABS, обеспеченных потребительскими кредитами и кредитами МСП. Однако остается двойная нагрузка из высокого дисконта (25–35%) и низкой предельной доли таких продуктов в буфере ликвидности (макс. 15%). Более того, несмотря на позицию ЕЦБ, ожидается, что Базельский комитет оставит 15-процентный взвешенный по риску порог для всех секьюритизированных активов.

Безусловно, сигнал рынку в виде программы покупки секьюритизированных активов от ЕЦБ позволит улучшить настроение и стабилизировать цены в коротком периоде, тем не менее участники рынка хотели бы видеть сбалансированные регулятивные решения на долгосрочную перспективу как для инвесторов, так и для оригинаторов. Например, выравнивание нагрузки на капитал для секьюритизированных бумаг с историческим поведением и нагрузкой на капитал базового актива. Кроме того, одним из средств по стимулированию банков может быть использование данного инструмента в качестве механизма разгрузки капитала, например, путем размещения мезонинных траншей.

В настоящее время на рынке преобладают традиционные структуры секьюритизационных сделок, гораздо более простые, чем до кризиса 2007–2008 годов. При этом возможно, что некоторые оригинаторы внесут изменения даже в существующие сделки, чтобы они соответствовали определению «высококачественной секьюритизации», которое разрабатывается регуляторами и участниками рынка.

Что касается структурных решений, которые, как ожидается, будут использованы в европейских сделках в ближайшем будущем, согласно прогнозу рейтингового агентства «Мудис», сделки секьюритизации ипотеки (RMBS) останутся очень близкими к зарекомендовавшим себя на рынке структурам, частота использования процентных хеджирующих инструментов снизится. Среди юрисдикций, наиболее популярных у инвесторов, в Великобритании ожидается увеличение использования накопительных структур (warehouses) благодаря выходу на рынок новых игроков. В Нидерландах среди эмитентов ипотечных облигаций снизится популярность традиционных процентных свопов в пользу других способов поддержки, таких как более высокие уровни кредитного усиления. Эти новые формы кредитной поддержки выглядят более предпочтительными с точки зрения кредитного качества, поскольку позволяют снизить зависимость от надежности контрагента по свопу.

При подготовке данной статьи были использованы материалы AFME, Moody's, HSBC, Morgan Stanley.