Тим ЛАССЕН,
директор по международно-правовым вопросам,
ООО «ПФП-группа»

Европейский рынок секьюритизации: тенденции регулирования

Объем новых выпусков структурированных продуктов в Европе в 2015 г. превысил 200 млрд евро. Основной объем сделок, как и ожидалось, пришелся на сектор RMBS. При этом в 2015 г. регулятор продолжил поддерживать рынок секьюритизации через программу выкупа ценных бумаг. Ключевым вопросом для европейского рынка секьюритизации на ближайшие годы станет совершенствование регулирования секьюритизационных сделок. Именно с новым порядком регулирования секьюритизации связывают участники рынка шансы на его дальнейшее развитие.

ВНЕБАЛАНСОВАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В ЕВРОПЕ В 2015 Г.

В 2015 г. совокупный объем новых сделок внебалансовой секьюритизации в Европе (включая Великобританию) составил 213 млрд евро. 65% этого объема были размещены среди частных и государственных инвесторов, 35% выкуплены эмитентами или оригинаторами. Ценные бумаги, оставшиеся у эмитентов и оригинаторов, регулярно использовались ими для обеспечения сделок РЕПО с Центробанком.

Распределение по типу секьюритизированных[1] активов выглядит следующим образом: 45% — сделки с RMBS, по 13% приходится на кредиты малым и средним предприятиям (МСП/SME) и кредиты на покупку автомобиля, 5% — требования по кредитным карточкам, 2% — CMBS. Самый значительный рост продемонстрировали в прошлом году RMBS (на 28 млрд евро) и секьюритизированные потребительские кредиты (на 12 млрд евро).

Самым крупным рынком была Великобритания (22%), за ней следуют Германия (21%), Испания (14%) и Нидерланды (10%).

[1] Термины «секьюритизация» и «секьюритизированный» ниже везде используются для внебалансовой секьюритизации.

Таблица 1
Структура европейского рынка секьюритизации по секторам
Источник: DZ Bank Research, ABS & Structured Credits, 11.2.2014; 01.2015; 01.2016

	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Общий объем новых эмиссий (млрд евро)	**168**	**177**	**213**
RMBS	36%	39%	45%
Автомобильные ABS	14%	16%	13%
Потребительские ABS	11%	2%	9%
SME CLO	11%	19%	13%
WBS[1]	9%	4%	1%
Кредитные карты	6%	4%	5%
CMBS	4%	3%	2%
CLO	4%	9%	6%
NC[2] RMBS	--	1%	3%
Лизинговые ABS	2%	--	--
Другие	2%	3%	1%

COVERED BONDS[3] В ЕВРОПЕ В 2015 Г.

Объем эмиссии номинированных в евро эталонных covered bonds[4] в 2015 г. составил 142.5 млрд евро. Активнее других были эмитенты из Германии (16.8%), за ними идут испанские и французские банки (по 13.9%).

44% приходится на страны, образующие так называемое ядро ЕС, 27% облигаций было выпущено в государствах на периферии ЕС, еще 16% — в европейских странах, не входящих в ЕС, 14% — в странах за пределами Европы.

5% выпусков имеют срок обращения от одного до трех лет, 28% — от трех до пяти лет, 42% будут погашены в интервале пяти-семи лет, у 19% срок обращения составляет семь-десять лет, а 6% выпущены на срок более десяти лет.

Почти 35% эмиссий предпринято банками, по 13% — управляющими компаниями и фондами. 31% приходится на центральные банки (в 2014 г. — 17%). Германия и Австрия стали крупнейшими инвестиционными регионами: инвесторы из этих стран приобрели 48.1% объема новых эмиссий. На втором месте — северные страны (8%). После них идут инвесторы из Соединенного Королевства и Ирландии, Франции и стран Бенилюкса (по 7%).

В странах ЕС и Европейского экономического пространства в конце 2014 г. в обращении находились covered bonds на сумму 2.4 трлн евро, в том числе в Германии — на 402.3 млрд евро (17%), в Дании — на 370 млрд евро (16%), во Франции — на 325.5 млрд евро (14%), в Испании — на 308 млрд евро (13%), в Швеции — на 209.8 млрд евро (9%).

В 2015 г. рынок балансовой и внебалансовой секьюритизации поддерживался ЕЦБ в рамках программы по выкупу ценных бумаг.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ВНЕБАЛАНСОВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Считается, что именно инструменты секьюритизации запустили процесс финансового кризиса 2008 г.[5] События на рынке ипотеки в Америке привели к по-

[1] Whole Business Securitizations

[2] Non conforming — нестандартные.

[3] Covered bonds — ценные бумаги, эмитируемые банками на базе активов, перечень которых установлен законодателем (в состав покрытия в основном входят ипотечные кредиты и кредиты, выданные государству). В России этот инструмент известен как балансовая секьюритизация. Подробнее о covered bonds читайте в статьях автора в Энциклопедии российской секьюритизации 2014 и 2015 гг.

[4] Эталонные covered bond (benchmark covered bond) представляют собой covered bond с погашением в конце срока, твердой ставкой годового купона и установленным минимальным объемом эмиссии (в большинстве случаев — 500 млн – 1 млрд евро). См. Grossmann, Ralf и Maij, Tessa: 1.10 Benchmark Covered Bonds; ECBC (изд.): European Covered Bond Fact Book 2006, стр. 26.

[5] Об этом см.: Heldt, Cordula: Verbriefung von Kreditportfolios; Gablers Wirtschaftslexikon (http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/16281/verbriefung-von-kreditportfolios-v9.html).

следствиям мирового масштаба после распродажи ипотечных рисков, упакованных в ценные бумаги в рамках сделок секьюритизации. Вложения в эти сделки, носившие долгосрочный характер, часто рефинансировались за счет краткосрочных заемных средств. Поэтому неплатежи по секьюритизированным активам порождали проблемы для инвесторов при наступлении сроков погашения взятых кредитов. Проблемы возникли и у эмитентов (SPV), которые столкнулись с нежеланием инвесторов приобретать ценные бумаги, выпущенные в результате секьюритизации. Поэтому банки-оригинаторы вынуждены были предоставлять им ликвидность и открывать кредитные линии, тем самым возвращая себе кредитные риски. В создавшихся условиях оказалось больше невозможно высвобождать собственный капитал. Это привело к потере доверия участников рынка.

Чтобы остановить эти процессы, не закрыв при этом доступ к рефинансированию, в Европе и за ее пределами запустили процесс комплексного регулирования, который в настоящее время еще не завершен. Его важнейшими этапами стали появившиеся в 2009 г. решения Базельского комитета (Базель II) и Директива ЕС о требованиях к капиталу (Capital Requirements Directive, CRD II), а также Директива ЕС CRD III (2010 г.). Финальным аккордом стало соглашение Базель III (2010 г.), которое, согласно CRR[1] и Директиве CRD IV, с 2013 г. имплементировано в законодательство ЕС. Работа над совершенствованием регулирования продолжается.

Международные правила регулирования секьюритизации весьма обширны и хорошо структурированы. Ниже будут рассмотрены следующие моменты: оценка рисков сделки по секьюритизации активов, нормативы выкупа бумаг эмитентом, оригинатором или спонсором, а также обязанности инвестора в ходе предынвестиционной комплексной экспертизы (due diligence).

[1] CRR: Регламент ЕС о требованиях к достаточности капитала (Capital Requirements Regulation № 575/2013).

Расчет весовых коэффициентов рисков

При расчете весовых коэффициентов рисков нужно учитывать то, что сделки секьюритизации в первую очередь нацелены не на рефинансирование активных операций банков, а на передачу инвестору разделенных на транши кредитных рисков (см. ст. 4 абз. 1 (61) CRR). Поэтому весовые коэффициенты рассчитываются для того, чтобы соответственно уровню риска использовать эффект секьюритизации, которая смягчает риски для оригинатора, а также точнее рассчитать риски для инвестора. Цель заключается в том, чтобы объем зарезервированного собственного капитала соответствовал фактическому риску, возникшему в результате секьюритизации.

В основном документе Базельского комитета (Базель III) для определения весовых коэффициентов рисков, связанных с эмитентом/оригинатором сделки секьюритизации, предусмотрена следующая иерархия:

– Подход на основе внутренних рейтингов (Internal Rating Based Approach, SEC-IRBA): для этого банк при оценке отобранных для секьюритизации активов должен применять одобренную надзорным органом модель IRB, а также иметь информацию, достаточную для расчета коэффициента K, устанавливающего корреляцию между максимальной и минимальной вероятностью неисполнения обязательств (PD — Probability of Default).

– Если банк не в состоянии установить величину коэффициента K, для присвоения весового коэффициента применяется подход, основанный на внешних рейтингах (External Rating Based Approach, SEC-ERBA), если такой подход практикуется национальным надзорным органом.

– Если внешнего рейтинга нет или он не присвоен анализируемому траншу, банк обязан использовать стандартный подход (Standard Approach, SEC-SA), при котором коэффициент K присваивает надзорный орган.

– Если не применим ни один из описанных выше вариантов, транш получает весовой коэффициент риска, равный 1250%.

Доля ценных бумаг, остающаяся у оригинатора или спонсора

До 2008 г. большинство сделок секьюритизации конструировались по модели originate to distribute. В результате кредит-

ные риски в полном объеме передавались другим участникам рынка, и оригинатор ими уже не управлял. Поэтому возникла необходимость согласовать интересы оригинаторов и спонсоров, трансформирующих выданные кредиты в ценные бумаги, с одной стороны и интересы приобретающих эти бумаги инвесторов с другой стороны. Требовалось, чтобы оригинатор или спонсор был основательно заинтересован в сохранении качества активов, лежащих в основе приобретенных инвестором бумаг (см. CRR, мотив 57).

Доля эмиссии, остающаяся на балансе оригинатора, устанавливается в соответствии с положением ст. 405 CRR. Согласно этой норме, кредитная организация или инвестиционная компания вправе инвестировать в секьюритизированные активы только при условии, что оригинатор, спонсор или изначальный кредитор секьюритизированного требования в явной форме обязался постоянно держать не менее 5% от чистой экономической стоимости секьюритизированных активов (net economic interest).

Due diligence

Для корректной оценки рисков, связанных с секьюритизированными кредитами, необходимо провести их тщательный анализ. Процедура соблюдения надлежащей тщательности призвана повысить уровень доверия между оригинаторами, спонсорами и инвесторами (см. CRR, мотив 59).

Перед инвестированием в секьюритизированные активы инвестор обязан провести комплексную экспертизу эмиссии (due diligence) и документально подтвердить надзорному органу наличие (406 CRR) следующих данных, необходимых для анализа и определения риска:

а) подтверждение от оригинаторов, спонсоров или изначальных кредиторов того, что они оставляют у себя определенную долю эмиссии (net economic interest);

б) перечень рисков с разбивкой по позициям секьюритизации;

в) перечень рисков, присущих секьюритизируемым требованиям;

г) сведения, подтверждающие репутацию оригинаторов или спонсоров, а также потери от осуществленных ими сделок секьюритизации активов, подобных тем, что были заявлены для предстоящей секьюритизации;

д) заявление оригинаторов, спонсоров, уполномоченных ими лиц или консультантов о надлежащей тщательности, с которой они действуют в отношении секьюритизируемых требований и — в случае необходимости — в отношении качества обеспечения секьюритизируемых требований;

е) по запросу — методы и концепции, по которым проводится оценка обеспечения секьюритизируемых требований, а также меры, предпринимаемые оригинатором или спонсором для обеспечения независимости оценщика;

ж) учет всех структурных особенностей секьюритизации, которые могут существенно повлиять на изменение стоимости секьюритизации для банка: каскадные структуры в договорах и связанные с ними спусковые механизмы (стартеры, триггеры), повышение платежеспособности и ликвидности, триггер рыночной стоимости, а также специфические для данной сделки дефиниции отказа от исполнения обязательств.

Планируемое регулирование[1]

30 сентября 2015 г. Комиссия ЕС опубликовала два предложения относительно нового порядка регулирования секьюритизации, который разрабатывается на основе изменения нормативов CRR для секьюритизации и нового Регламента ЕС (Securitisation Regulation). В новом европейском регулировании сделок секьюритизации предпочтение будет отдано простым и транспарентным формам.

Регламент ЕС о секьюритизации создаст основу для проведения простых, прозрачных и стандартизированных сделок секьюритизации (STS-Securitisation). Предлагаемые изменения норм CRR — на основе рекомендаций Базельского комитета — помимо прочего, приведут к изменению весовых коэффициентов. Если соблюдать критерии STS, то минимальный коэффициент риска в SEC-IRBA по старшему траншу

[1] Thelen-Pischke, Hiltrud: EU-Vorschläge für ein Verbriefungsrahmenwerk, PwC Regulatory Blog, 28.10.2015.

Таблица 2. Весовые коэффициенты риска для covered bonds

Весовые коэффициенты риска для covered bonds, имеющих рейтинг						
Категория заемщика (covered bond)	1	2	3	4	5	6
Рейтинг covered bond	От AAA до AA-	От A+ до A-	От BBB+ до BBB-	От BB+ до BB-	От B+ до B-	Ниже B-
Весовой коэффициент риска для covered bond	10%	20%	20%	50%	50%	100%
Весовые коэффициенты риска для covered bonds без рейтинга						
Категория заемщика	1	2	3	4	5	6
Рейтинг эмитента	От AAA до AA-	От A+ до A-	От BBB+ до BBB-	От BB+ до BB-	От B+ до B-	Ниже B-
Рейтинг эмитента	От AAA до AA-	От A+ до A-	От BBB+ до BBB-	От BB+ до BB-	От B+ до B-	Ниже B-
Весовой коэффициент риска для эмитента	20%	50%	50%	100%	100%	150%
Весовой коэффициент риска для covered bond	10%	20%	20%	50%	50%	100%

Источник: Will, Frank: 2.2.1 Covered Bonds an EU-Banking Regulations; ECBC: European Covered Bond Fact Book 2015, стр. 128, 129

составит 10%. В SEC-ERBA весовые коэффициенты риска при краткосрочном рейтинге в зависимости от класса надежности заемщика составят 10%, 35% и 70%, а также 100%, если это не STS-секьюритизация. Весовой коэффициент для риска ниже третьей ступени во всех рейтингах остается равным 1250%. Цель этого регулирования заключается в том, чтобы более подробно сформулировать требования по названным выше пунктам (весовые коэффициенты рисков, доля бумаг, остающаяся у оригинатора, due diligence) — регулятор отдает предпочтение простым, ясным и прозрачным структурам.

РЕГУЛИРОВАНИЕ COVERED BONDS[1]

Covered bonds не имели отношения ни к началу, ни к дальнейшему течению финансового кризиса. На его пике эти облигации на какое-то время даже стали единственным оставшимся в распоряжении банков средством рефинансирования и рабочим инструментом на рынке капитала, особенно по сравнению с секьюритизированными продуктами. У covered bonds нет истории потерь, их выпуск и обращение строго регулируются законодательством, структура, если сравнивать с секьюритизацией, относительно проста. Система dual recourse (обеспечение требованием первого ранга к массе покрытия и требованием ко всему имуществу банка), а также специальный публичный надзор (special public supervision) обеспечивают надежность covered bonds. Поэтому содержание действующих в ЕС правовых актов свидетельствует о явном предпочтении, которое регулятор отдает covered bonds, особенно при установлении весовых коэффициентов риска. Так, требования резервирования капитала для инвестора в covered bonds значительно мягче (preferential risk weights for covered bonds)[2].

Абз. 7 ст. 129 CRR дает определение понятия транспарентности covered bonds. Соблюдая критерии, предусмотренные этой дефиницией, инвестор может использовать более мягкую формулу расчета капитала. Чтобы соответствовать этим требованиям, эмитент должен не реже чем раз в полгода предоставлять информацию о том:

- какова (актуальная) стоимость состава покрытия и стоимость еще не погашенных covered bonds;

[1] Подробнее об этом см.: Nord/LB: Covered Bond & SSA View; 16.12.2015; Verband deutscher Pfandbriefbanken, Infobrief Q4.2015.

[2] European Banking Authority (Европейская служба банковского надзора), EBA Report on EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment (опубликован 01.07.2015), стр. 148 (EU Com 1).

Европейская комиссия подтвердила преимущественные весовые коэффициенты риска для covered bonds (Report from the Comission to the European Parliament and the Council on Article 503 on Regulation (EU) No 575/2013 — Capital requirement for covered bonds, 20.10.2015, COM(2015) 509 final, Item No 1).

• как территориально распределены активы, входящие в состав покрытия, с разбивкой по видам, объему кредита, процентной ставке и валютным рискам;

• в какие сроки будут погашены активы, входящие в состав покрытия, и covered bonds;

• какова доля (в процентах) кредитов, не возвращенных в течение 90 и более дней.

Если при этом используется стандартный подход, то весовой коэффициент риска зависит от того, имеют ли covered bonds рейтинг.

Если кредитная организация инвестирует в covered bonds и для расчета весовых коэффициентов использует IRB, то для covered bonds этот показатель в зависимости от эмитента, PD и срока погашения (от одного до пяти лет) составит от 2.01% (рейтинг AAA/Aaa, срок погашения — год) до 59.44% (рейтинг ниже B, срок погашения — пять лет).

Европейский орган банковского надзора (EBA) 01.07.2014 опубликовал отчет EBA Report on EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment, содержащий ряд рекомендаций и примеров из лучшей практики. 30 сентября 2015 г. Комиссия ЕС начала консультации о разработке единой законодательной базы для covered bonds. Сейчас полученные мнения анализируются.

Страховые компании как инвесторы[1]

То, что регулятор отдает предпочтение covered bonds, а не сделкам секьюритизации, видно и при расчете весовых коэффициентов рисков для страховых компаний, выступающих в роли инвесторов.

Если страховые компании инвестируют в covered bonds, то нагрузка на капитал (capital charge) по нормативу Solvency II в зависимости от рейтинга и срока погашения составит от 0.7% (рейтинг AAA, срок погашения — год) до 44% (рейтинг от BB+ до BB-).

Если страховые компании инвестируют в секьюритизированные активы, то нагрузка на капитал (capital charge) рассчитывается согласно требованиям Solvency II с коэффициентом в зависимости от рейтинга транша и срока погашения бумаг от 2.1% (рейтинг AAA, погашение в пределах одного года) до 45% (рейтинг BBB+ до BBB-)[2].

Таким образом, диапазон рейтингов для covered bonds шире, чем для секьюритизации. По активам, входящим в одну и ту же рейтинговую группу, инвестиции в covered bonds тоже находятся в привилегированном положении по сравнению с вложениями в секьюритизированные активы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В целом нормативы регулятора в отношении весовых коэффициентов для covered bonds значительно мягче, чем для внебалансовой секьюритизации. При этом правовое поле для этих структурированных продуктов еще будет меняться. Однако следует заметить, что все более важную роль для обоих инструментов играет прозрачность активов.

В отношении секьюритизации активов готовится новое европейское регулирование, в котором, в частности, предпочтение будет отдано простым и транспарентным формам.

Что касается covered bonds, то сейчас европейский законодатель тоже начинает работу над более совершенной системой защиты инвесторов в случаях, если управление покрытием передается конкурсному управляющему, а банк-эмитент ликвидируется.

[1] Подробное изложение см.: Eichert, Florian: 2.2.2: Insurance Regulation — Solvency II; в: ECBC (изд.): European Covered Bond Fact Book 2015, стр. 132.

[2] Коэффициент риска для covered bonds с рейтингом от BBB+ до BBB- установлен в 25%.