Федор ТЕРЕБКОВ,
начальник департамента заимствований на рынках капитала, Газпромбанк

Регуляторные факторы, ограничивающие спрос внутреннего рынка на продукты секьюритизации

За последние годы в России сформирована законодательная база, позволяющая выпускать стандартные продукты секьюритизации, не уступающие по качеству структуры мировым аналогам. Качество российских активов, которые являются базовыми для стандартных продуктов секьюритизации, также сопоставимо с мировыми аналогами. Невысокий уровень закредитованности населения и бизнеса, казалось бы, должен создавать импульс для стремительного развития рынка продуктов секьюритизации. Однако совокупные объемы новых выпусков по-прежнему несопоставимы с показателями рынка корпоративных и государственных облигаций. Что же является препятствием для более интенсивного развития рынка секьюритизации?

СПРОС

Основными инвесторами на внутреннем рынке являются банки. Экономика удержания бумаги на позиции для них зависит от соотношения доходности и совокупности таких факторов, как стоимость фондирования, нагрузка на капитал, учет бумаги в метриках ликвидности и прочих обязательных нормативов. Отдельным фактором является ожидаемый торговый доход от переоценки бумаг при изменении общего уровня ставок. Как правило, этот параметр имеет положительную корреляцию с уровнем риска и потребляемого капитала. Метрики потребления капитала и иных нормативов задаются регуляторно нормами пакета подзаконных актов Базеля III.

С точки зрения регуляторных метрик стандартные продукты секьюритизации

выглядят не лучшим образом по сравнению с традиционными корпоративными облигациями. Несколько примеров приведено в Таблице 1.

Помимо того, что существование российских продуктов секьюритизации прямо игнорируется (это хорошо показывает Положение 421-П), они классифицируются как активы с более высоким риском, что обусловлено использованием международных рейтингов трех крупнейших мировых рейтинговых агентств — Standard&Poors, Moody's и Fitch.

П. 4 ст. 3 Федерального закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации» гласит, что в случае, если законодательство РФ предусматривает использование кредитных рейтингов органами государственной власти Российской Федерации, для российских объектов рейтинга применяются кредитные рейтинги, присвоенные по национальной рейтинговой шкале для РФ (в соответствие с методологией, аккредитованной Банком России). Однако при этом в п. 5 ст. 3 предусмотрено и изъятие из этого правила, а именно: нормативным актом Банка России могут быть установлены особенности использования кредитных рейтингов, присвоенных кредитными рейтинговыми агентствами, зарегистрированными за пределами территории РФ, для российских объектов рейтинга с учетом положений документов, принятых международными организациями и международными объединениями.

Пользуясь этим изъятием и положениями Базеля III, Банк России в основных

Таблица 1. Примеры некоторых регуляторных факторов, влияющих на спрос на продукты секьюритизации со стороны банковского сектора

Нормативно-правовой акт	Фактор	Норма регулирования	Влияние на спрос на продукты секьюритизации по сравнению с обычными корпоративными облигациями	Способ категорирования бумаг
«Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» (утв. Банком России 03.12.2015 № 511-П) (Зарегистрировано в Минюсте России 28.12.2015 № 40328)	Оценка специального процентного риска в составе процентного риска	П. 2.3. Положения присваивает инструментам секьюритизации с низким риском коэффициент риска 1.6% независимо от срока до погашения, инструментам с риском выше среднего — коэффициент 28%, инструментам с высоким риском — коэффициент 100% против 12% у обычных бумаг.	Негативное. Согласно критериям положения, большая часть старших траншей продуктов секьюритизации относится к ценным бумагам с риском выше среднего, что дает оценку риска хуже, чем у обычных бумаг с высоким риском (в эту категорию попадает основная масса корпоративных бумаг).	Рейтинги S&P, Moody's, Fitch
«Положение о порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности («Базель III»)» (утв. Банком России 30.05.2014 № 421-П) (ред. от 01.12.2015) (Зарегистрировано в Минюсте России 25.06.2014 № 32844)	Включение активов в категорию высоколиквидных (ВЛА-2А, ВЛА-2Б)	П. 2.6, абзац 7: Обеспеченные облигации, **выпущенные банками или ипотечными организациями в соответствии с законодательством иностранного государства,** предусматривающим защиту владельцев облигаций[1], исполнение обязательств по которым полностью обеспечено залогом ипотечного покрытия или иных активов, находящихся на балансе эмитента ценных бумаг. П. 2.7.1: Жилищные облигации с ипотечным покрытием, **выпущенные юридическими лицами — нерезидентами.** П 2.7.1, абзац 3: Эмитент ценных бумаг принимает часть кредитного риска через сохранение доли в секьюритизируемых активах **в соответствии с законодательными и (или) нормативными актами иностранного государства.**	Крайне негативное. Согласно критериям положения, продукт секьюритизации, выпущенный в российском праве, вообще не может быть признан высоколиквидным активом.	Рейтинги S&P, Moody's, Fitch

[1] Поступления от размещения облигаций инвестируются в соответствии с правом соответствующего государства в активы, покрывающие требования владельцев облигаций в течение всего периода обращения ценных бумаг и в случае признания эмитента банкротом используемые для погашения в приоритетном порядке основного долга и начисленных процентов.

положениях, определяющих метрики использования нормативов продуктами секьюритизации, продолжает опираться на международные кредитные рейтинги для целей категорирования ценных бумаг. В то же время для определения кредитных рисков и степени давления кредитных продуктов на капитал (определение RWA) регулятор готов использовать рейтинги национальных рейтинговых агентств. В пресс-релизе от 8 февраля 2017 года озвучено решение Совета директоров Банка России об использовании рейтингов «Эксперт РА» и «АКРА» в целях применения п.2.3. Инструкции № 139-И от 03.12.2012.

При этом положения Инструкции 139-И предусматривают возможность применения рейтингов по национальной шкале в дополнение к международным, в иных положениях пакета Базель III такое использование не предусмотрено.

Примечательно, что сами Базельские стандарты (Базель III в этой части не содержит изменений по отношению к Базелю II) предъявляют довольно скромные требования к кредитным рейтинговым агентствам, чьи рейтинги могут быть использованы в регуляторных целях, а выбор таких агентств оставляют за регулятором. Параграф 91 Стандартов Базельского комитета по нормативам капитала и измерению капитала (Компиляция от 06.2006[1]), определяющий пригодность рейтингового агентства (ECAI, external credit assessment institution), обозначает в общем виде ряд критериев, которым оно должно соответствовать. К их числу относятся: объективность методологии, независимость агентства, прозрачность и международный доступ к результатам оценки, раскрытие информации о методологиях и об определении событий, оцениваемых тем или иным уровнем рейтинга, статистика дефолтов и миграции рейтингов, надлежащий уровень обеспеченности агентства ресурсами и уровень доверия к нему, который определяется в зависимости от частоты использования его рейтингов иными независимыми пользователями, кроме регулятора. По крайней мере одно из аккредитованных Банком России национальных рейтинговых агентств объективно способно удовлетворить всем критериям.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Основными оригинаторами потенциальных базовых активов для стандартных продуктов секьюритизации выступают крупные российские банки. Три из них находятся под санкциями ряда иностранных государств, в правовом поле которых функционируют агентства «большой тройки».

На практике это означает, что любой продукт секьюритизации, созданный из базовых активов, накопленных этими банками, и при их тесном участии (сохранение за собой младшего транша, функций сервисного агента, организация размещения и т.п.) не может рассчитывать на получение рейтинга по международной шкале от указанных агентств.

Таким образом, продукты секьюритизации трех крупнейших оригинаторов получают, из-за несоответствия формальным критериям, наихудшие метрики, которые несравнимы с обычными корпоративными облигациями второго эшелона.

ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ РАЗВИТИЯ

Анализ ситуации показывает, что необходима реформа действующих нормативных актов пакета Базель III, которая позволит привести их в соответствие с реалиями внутреннего рынка. Вместе с возможностью использования рейтингов по национальной шкале это могло бы дать импульс развитию рынка секьюритизации. И такая реформа может быть проведена с сохранением основных принципов базельских стандартов. Пока же драйвером роста рынка продуктов секьюритизации остаются средства институциональных инвесторов, не обремененных вышеописанным регулированием.

---

[1] International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework. June 2006.

This document is a compilation of the June 2004 Basel II Framework, the elements of the 1988 Accord that were not revised during the Basel II process, the 1996 Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks, and the 2005 paper on the Application of Basel II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects. No new elements have been introduced in this compilation.