Станислав ДАМБРАУСКАС,
вице-президент в отделе секьюритизации активов управления структурных продуктов департамента глобальных рынков, АО «Сбербанк КИБ»

Развитие вторичного рынка обеспеченных облигаций, меры стимулирования и регуляторные ограничения

Для российской секьюритизации характерно отсутствие сделок на вторичном рынке. Низкая ликвидность бумаг не позволяет многим потенциальным инвесторам рассчитать рыночную стоимость, оценить риски снижения цены при их продаже и принять решение о приобретении таких бумаг. Неопределенность ценообразования и спроса на облигации создает сложности для оригинаторов в процессе принятия решения о секьюритизации активов.

Спрос на обеспеченные ценные бумаги формируется за счет очень ограниченного круга инвесторов. В основном это управляющие компании, размещающие средства пенсионных фондов. По данным Банка России, совокупный объем инвестиций пенсионных фондов в ипотечные ценные бумаги на конец I квартала 2017 года составил 151 млрд руб.[1]. При общем объеме задолженности по жилищному кредитованию более 4.9 трлн руб.[2], непогашенного номинала ипотечных ценных бумаг — 0.4 трлн руб.[3], доля инвестиций участников финансового рынка в жилищную сферу через инструменты секьюритизации составляет не более 8.2%.

---

[1] Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов. № 1. I квартал 2017. http://www.cbr.ru/statichtml/file/14332/review_npf_17q1.pdf.

[2] Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования Центрального банка РФ. http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=ipoteka.

[3] Объем ипотечных облигаций в обращении по непогашенному номиналу, по данным CBONDS (http://ru.cbonds.info/). (Непогашенный номинал валютных облигаций приведен в рублях по текущему курсу.)

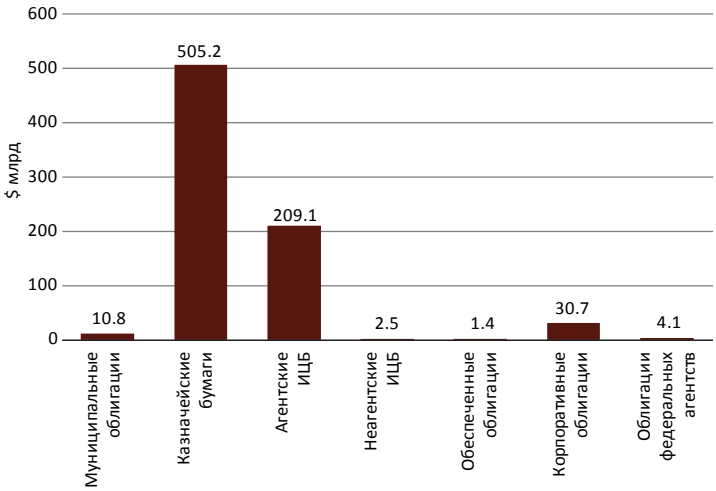


Рисунок 1
Ежедневный объем торгов облигациями на рынке США в 2017 г.
Источник: SIFMA

В результате низкого спроса и предложения влияние секьюритизации на развитие российской экономики остается незначительным.

Для сравнения: в США более 60% жилищного кредитования осуществляется за счет финансового рынка и ипотечной секьюритизации. На конец 2017 года задолженность по жилищным кредитам в США составила $14.7 трлн[1], непогашенный номинал ипотечной секьюритизации — более $9.1 трлн[2].

Несмотря на последствия кризиса, рынок ипотечных облигаций Штатов остается одним из самых ликвидных, уступая лишь казначейским бумагам. Ликвидный ипотечный рынок влияет не только на объемы жилищного финансирования, но и на снижение процентных ставок по ипотеке для заемщиков[3].

Участие кредитных организаций на вторичном рынке секьюритизации могло бы изменить сложившуюся в России ситуацию. Дополнительный спрос может быть сформирован банками как за счет долгосрочных вложений в собственные портфели до погашения, так и за счет привлечения розничных инвесторов через брокерские, дилерские каналы банков.

В силу регуляторных ограничений приобретение инструментов секьюритизации в торговый портфель для банков является экономически не выгодным. Стоимость владения базовым активом на балансе банка обходится дешевле, чем секьюритизация таких активов.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В США

Как уже отмечалось выше, одним из самых ликвидных рынков инструментов секьюритизации является рынок США. На Рисунке 1 представлена гистограмма статистики ежедневных операций с облигациями на рынке США в 2017 году. Объем торгов ипотечными бумагами (Agency MBS — ипотечные ценные бумаги агентств; non-Agency MBS — неагентские ипотечные бумаги) составил $211.8 млрд в день. Для сравнения: объем торгов корпоративными бумагами (corporate debt) составил чуть больше $30 млрд[4].

[1] По данным Федеральной резервной системы США (https://www.federalreserve.gov/data/mortoutstand/current.htm).

[2] Обзор «Выпуск ипотечных ценных бумаг и рынок ипотечных ценных бумаг в США» Ассоциации индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA). www.sifma.org. https://www.sifma.org/resources/research/us-mortgage-related-issuance-and-outstanding/.

[3] Обзор рынка контрактов с последующим объявлением условий (SIFMA). www.sifma.org. https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/01/SIFMA-TBA-Fact-Sheet.pdf.

[4] Отчет «Объем рынка облигаций в США» Ассоциации индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA). http://www.sifma.org.

Основной объем секьюритизационных сделок приходится на рынок TBA (To-Be-Announced — предварительно заявленные), в основе которых лежат высокооднородные пулы агентских ипотечных бумаг.

Однородность и предсказуемость TBA-бумаг способствует развитию рынка форвардных контрактов. Хеджирование рисков изменения рыночных процентных ставок позволяет ипотечным банкам снизить издержки и зафиксировать процентные ставки по вновь выдаваемым ипотечным кредитам. Ликвидность рынка TBA оказывает влияние на экономику отрасли и способствует снижению процентных ставок по ипотеке для заемщиков[1].

Несколько иначе выглядит рынок секьюритизации в Европе. Часть выпуска, как правило, остается на балансе эмитента. В 2017 году в рынок была размещена половина выпусков (см. Рисунок 2).

В 2007-м (до кризиса) в рынок размещалось более 70% выпусков облигаций, в период с 2008-го по 2009 год эмитентам удавалось размещать лишь 5–12% выпусков рыночным инвесторам.

[1] Обзор рынка контрактов с последующим объявлением условий (SIFMA). www.sifma.org. https://www.sifma.org/resources/research/us-bond-market-trading-volume/.

ВЛИЯНИЕ ВТОРИЧНОГО РЫНКА НА ЛИКВИДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

В 2016 году Федеральная резервная система США опубликовала результаты исследования[2] влияния ликвидности рынка облигаций на восстановление экономики в условиях кризиса в зависимости от ограничения доступа к рынку крупных банков. Исследование проводилось для оценки последствий внедрения Правил Волкера[3], ограничивающих участие коммерческих банков в операциях по торговле ценными бумагами, для корпоративного сектора. В группу ограничений попали участники финансового рынка, имеющие доступ к государственным резервам (например, использующие страхование депозитов или заимствования федерального резерва). Главный вывод исследования заключается в том, что из-за ограничения доступа к рынку облигаций крупных коммерческих банков меняется поведенческая модель остальных инвесторов. В период кризиса обесценение облигаций становится более резким, а восстановление более длительным, по сравнению с условиями, где отсутствуют такие ограничения.

[2] Правило Волкера и поддержание котировок ценных бумаг на организованном рынке во времена кризиса. 2016. www.federalreserve.gov.

[3] Законодательство США: Свод федеральных законов США. Раздел 12. Глава 17. § 1851. https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/1851.

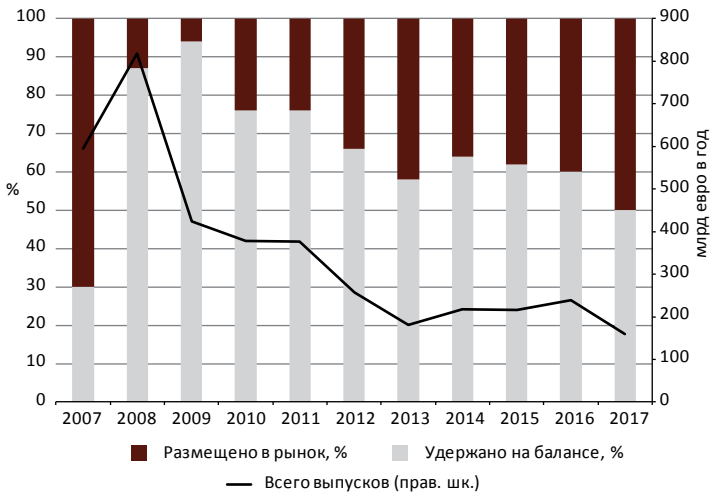


Рисунок 2

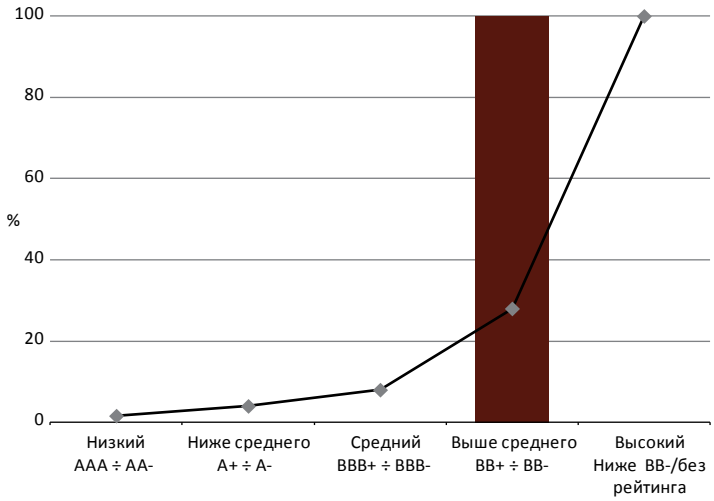
Ежегодный объем секьюритизационных выпусков на европейском рынке в 2007 — III квартале 2017 года

Источник: AFME[4]

[4] Обзор рынка сделок в области секьюритизации. III квартал 2017 года. Ассоциация участников финансового рынка Европы (AFME). www.afme.eu. (Объем сделок включает транзакции всех стран Европы и России, Исландии, Турции и Казахстана.)

Рисунок 3

Зависимость коэффициента риска инструментов секьюритизации от международного рейтинга выпуска облигаций (Положение № 511-П), гистограмма: долгосрочный суверенный кредитный рейтинг Standard & Poor's России на конец 2017 года



РЕГУЛИРОВАНИЕ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ В РОССИИ

Расчет российскими банками кредитного риска ценных бумаг в торговой книге осуществляется в соответствии с положением от 03.12.2015 г. № 511-П «Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» (далее — Положение № 511-П). Основным критерием, определяющим качество актива, является международный рейтинг выпуска облигаций. На Рисунке 3 представлены значения коэффициентов риска в зависимости от уровня рейтинга (на примере рейтинга Standard & Poor's).

Положение № 511-П не учитывает ряд ключевых элементов классической секьюритизации: виды секьюритизируемых активов, субординацию траншей выпусков облигаций, поручительства, гарантии, инструменты кредитной поддержки. И главное — не учитывается национальная шкала рейтинговых агентств.

Положение № 511-П устанавливает повышенные требования к секьюритизационным сделкам по отношению к другим видам ценных бумаг. Корпоративные долговые бумаги в группе с высоким риском имеют максимальный коэффициент риска — 12%. Инструменты секьюритизации аналогичной группы риска учитываются с весом 100%.

Для большинства российских эмитентов максимальный уровень международного рейтинга выпуска облигаций ограничен рейтингом Российской Федерации на уровне «BB+»/«Ba1»/«BBB-» (S&P/Moody's/Fitch). В силу действующих санкций ЕС и США рейтингование международными рейтинговыми агентствами недоступно для ряда крупных потенциальных оригинаторов. Для большинства других участников финансового рынка международный рейтинг в силу малых объемов активов является слишком дорогим.

Сделки, имеющие рейтинг по национальной шкале, будут отнесены к наихудшей группе с весом 100%. К этой же группе будут отнесены однотраншевые бумаги, выпущенные в рамках «Фабрики ИЦБ» (специальная программа выпуска ипотечных ценных бумаг АО «АИЖК»).

Можно сделать вывод, что действующее в России регулирование не рассчитано на поддержку ликвидности сделок секьюритизации активов российских участников финансового рынка.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕФОРМЫ В СФЕРЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНОЧНОГО РИСКА ФИНАНСОВО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЫ

Страны — участники Базельского комитета

Мировой финансово-экономический кризис 2007–2009 годов вынудил правительства ряда стран коренным образом пересмотреть принципы регулирования финансово-кредитной сферы. Волна ре-

форм охватила практически все страны. Базель III является согласованным на международном уровне набором мер, разработанным Базельским комитетом по банковскому надзору[1] (далее — Комитет) в ответ на финансовый кризис. Как и все стандарты Базельского комитета, стандарты Базеля III являются минимальными требованиями, которые применяются к банкам. В состав Комитета входят регуляторы 28 стран, в том числе Центральный банк Российской Федерации. Члены Комитета обязуются внедрять стандарты в своей юрисдикции в сроки, установленные Комитетом.

Секьюритизация регулируется следующими документами Комитета:

1) Basel III: Document Revisions to the securitisation framework (STC)[2] — оценка рисков секьюритизации при расчете нагрузки на капитал, дополненных критериями определения простоты, прозрачности и сопоставимости (simple, transparent and comparable securitisations, STC)[3]. Документ вводится в действие с января 2018 года;

2) Standards: Minimum capital requirements for market risk[4] (далее — Стандарты рыночного риска) — минимальные требования к капиталу по операциям с ценными бумагами для учета в торговой книге. Документ вводится в действие с января 2022 года.

Внедрение Стандартов рыночного риска предопределит развитие вторичного рынка инструментов секьюритизации и его ликвидности на посткризисном пространстве. В России документ должен прийти на смену Положению 511-П.

В числе ключевых особенностей Стандартов рыночного риска можно выделить следующие:

• оценка рисков инструментов секьюритизации проводится в соответствии со стандартизованным подходом[5];

• при оценке компонент кредитного риска спреда торгового инструмента ценные бумаги группируются как по инвестиционному качеству, так и по видам активов (см. Рисунок 4);

• при оценке риска дефолта ценной бумаги учитываются правила расчетов аналогичного риска для банковской книги в соответствии с Basel III: Document Revisions to the securitisation framework (STC). При этом минимальное значение коэффициента риска для бумаг, соответствующих STC, составляет 10% — для старших траншей и 15% — для нестарших траншей;

• активы, взвешенные по капиталу с учетом риска на уровне 1250%, запрещено включать в торговую книгу.

ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ СТРАН ЕВРОСОЮЗА

Стандарты Базельского комитета распространяются на банки Евросоюза в силу членства в Комитете. После кризиса 2007–2009 годов европейский рынок секьюритизации оказался в худшем положении, чем рынок США. С целью возрождения рынка и повышения его ликвидности Европейская комиссия предложила пакет правил простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (simple, transparent and standardised, STS). Документ по многим позициям соответствует критериям определения простоты, прозрачности и сопоставимости Базельского комитета. Предполагается, что быстрая реализация пакета может разблокировать до 150 млрд евро дополнительного финансирования для реальной экономики[6].

ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ США

Регулирование банковской деятельности в США, в том числе требования к капиталу

[1] Базельский комитет по банковскому надзору. Базель III: международные нормы регулирования банковской отрасли. www.bis.org.

[2] Система Базель III. Редакция стандартов секьюритизации: поправки в документ о законодательных нормах в области секьюритизации. https://www.bis.org/bcbs/publ/d374.pdf.

[3] Международная организация комиссий по ценным бумагам. Критерии определения простых, прозрачных и стандартных сделок в области секьюритизации. https://www.bis.org/bcbs/publ/d332.pdf; https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/01/SIFMA-TBA-Fact-Sheet.pdf.

[4] Базель III: минимальные требования к капиталу по рыночному риску. https://www.bis.org/bcbs/publ/d352.pdf.

[5] Стандартизированный подход (SEC-SA).

[6] Европейская комиссия (ЕС достиг соглашения о восстановлении рынка секьюритизации). http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-17-1488_en.htm.

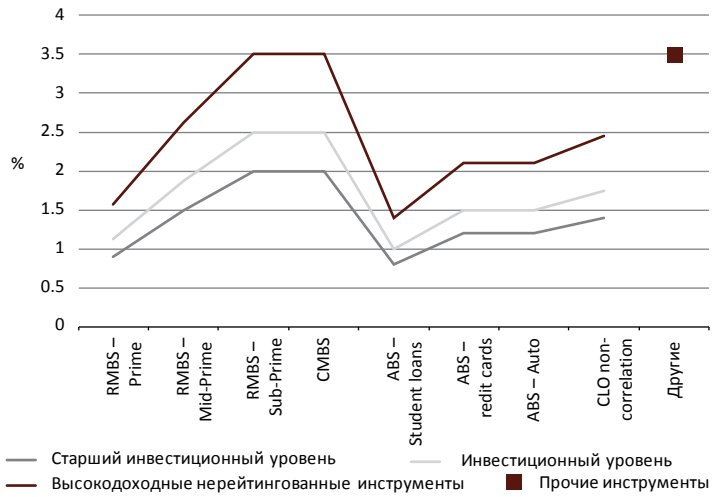


Рисунок 4

Риск-вес спреда инструментов секьюритизации в зависимости от инвестиционной группы инструментов и их видов в соответствии со Стандартами рыночного риска

по торговым операциям с инструментами секьюритизации, осуществляется в соответствии с Кодексом федеральных правил (Code of Federal Regulations, Title 12)[1].

В ответ на ипотечный кризис в 2013 году банковские регуляторы США завершили внедрение правил Базеля III и Закона Додда–Франка, в соответствии с которым банкам, имеющим доступ к государственным резервам, запрещается осуществлять торговые операции с ценными бумагами, при расчете рисков запрещено использовать внешние рейтинги.

По поручению президента США Дональда Трампа Департамент казначейства США подготовил отчет о состоянии финансовой системы и предложения, которые могут быть немедленно предприняты в интересах банковской системы и кредитных союзов[2]. В сфере совершенствования регулирования инструментов секьюритизации из отчета можно выделить следующие направления:

• **требования к капиталу и ликвидности[3].** Требование к оригинаторам по удержанию риска, даже когда риск был эффективно передан инвесторам посредством выпуска ценных бумаг, выглядит избыточным. Предлагается пересмотреть следующие требования: снизить размер удержания риска от 5% для неипотечных бумаг и отказаться от такого требования для ипотечной секьюритизации; при расчете коэффициента покрытия ликвидности включить инструменты секьюритизации в группу высоколиквидных;

• **Стандарты рыночного риска[4].** В соответствии со Стандартами банки должны располагать достаточным капиталом, чтобы противостоять крупным шокам по инструментам секьюритизации в торговой книге, даже если эти потрясения не связаны с ухудшением кредитного качества обеспечения по таким бумагам. Предполагаемая нагрузка на капитал снижает экономическую эффективность для банков. По мнению Казначейства, такие затраты капитала могут быть оптимизированы.

ВЫВОДЫ

Содействие экономическому росту за счет предоставления конкурентного доступа субъектам российской экономики к долговому и долевому финансированию, инструментам страхования рисков явля-

[1] Электронный кодекс федеральных законоположений. www.ecfr.gov.

[2] https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf.

[3] Базель III: коэффициент краткосрочной ликвидности и инструменты мониторинга риска ликвидности.

[4] Базель III: фундаментальный пересмотр торгового портфеля — поправки в законодательство о рыночном риске. https://www.bis.org/bcbs/publ/d352.pdf.

ется одним из приоритетных направлений деятельности Банка России[1]. Пример американского рынка ТВА демонстрирует возможность достижения такой цели: привлечение денежных средств с финансового рынка в реальный сектор экономики, хеджирование процентных рисков и снижение издержек участников рынка.

Изменение Положения 511-П позволило бы сделать значительный шаг на пути к развитию российского финансового рынка, повышению его ликвидности и надежности.

Положение 511-П необходимо адаптировать к национальной шкале, провести калибровку параметров с учетом рекомендаций Стандартов Базельского комитета, передового международного опыта и национальных интересов. Документ может быть реализован совместно с внедряемыми Банком России Стандартами простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации, обеспечив единые подходы к регулированию банковской и торговой книги.

[1] Основные направления развития финансового рынка РФ на период 2016–2018 гг., http://www.cbr.ru/. http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf.

Примечание. Услуги по организации сделки оказывает АО «Сбербанк КИБ». Россия, Москва, 117312, ул. Вавилова, д. 19, www.sberbank-cib.ru. Лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003.

Банковские продукты предоставляет ПАО Сбербанк. Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, д. 19, генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015, www.sberbank.ru.