Станислав ДАМБРАУСКАС,
руководитель направления управления структурных продуктов департамента глобальных рынков, АО «Сбербанк КИБ»

Непростая простая секьюритизация

Рынок секьюритизации США бьет новые рекорды. Объем непогашенного номинала бумаг перевалил рубеж $11.2 трлн, превысив исторический максимум 2008 года. А тем временем, пока зачинщик ипотечного кризиса продолжает лидировать, Россия и Европа сошли с беговой дорожки и сосредоточились на работе над ошибками. В 2018 году, спустя 10 лет после кризиса, Россия и Европа утвердили новые правила простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации Базельского комитета.

РЫНКИ

В III квартале 2018 года в США годовой прирост непогашенной задолженности по секьюритизационным бумагам составил $582.3 млрд. Основной вклад в прирост рынка внесли агентские ипотечные бумаги (Agency MBS). Вклад таких бумаг составил $355.9 млрд (см. Таблицу 1).

За тот же период европейский рынок секьюритизации остался на прежнем уровне. Объем непогашенной задолженности по ипотечным бумагам и секьюритизации малого и среднего бизнеса упал на 3% и 13.4% соответственно. Выпуски CDO / CLO и ABS внесли основной вклад в сохранение общего объема непогашенной задолженности обеспеченных бумаг европейского рынка, компенсировав сокращение объемов выпуска по другим видам сделок (см. Таблицу 2).

В России объем новых сделок секьюритизации (по номиналу) в 2018 году вырос на 24% по сравнению с 2017 годом[1]. Основная доля новых размещений пришлась на однотраншевые ипотечные ценные бумаги — более 136 млрд руб., секьюритизацию малого и среднего бизнеса — 12 млрд руб. и классические сделки RMBS — 10.28 млрд руб.

РЕФОРМА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

К началу 2019 года Россия и Европейский союз завершили переход на новые стандарты секьюритизации.

[1] Cbonds, http://ru.cbonds.info/.

Таблица 1

Рынок секьюритизации США: прирост непогашенной номинальной стоимости секьюритизационных бумаг различных видов активов. Расчет прироста III кв. 2018 года к III кв. 2017-го

Источник: SIFMA[1]

Вид актива	Q3 2017 ($ млрд)	Q3 2018 ($ млрд)	Прирост ($ млрд)	Прирост, %
агентские MBS	6808.6	7164.6	355.9	5.2%
агентские CMO	1075.3	1105.7	30.3	2.8%
CMBS	496.4	534.4	37.9	7.6%
RMBS	804.1	808.6	4.5	0.6%
ABS автокредитов	198.2	218.8	20.6	10.4%
ABS кредитных карт	128.2	123.8	-4.3	-3.4%
ABS оборудования	53.4	64.2	10.8	20.3%
ABS кредитов на обучение	178.8	174.7	-4.0	-2.2%
CDO / CLO	690.7	765.9	75.2	10.9%
прочие	179.7	235.0	55.3	30.7%
Итого	**10 613.4**	**11 195.6**	**582.3**	**5.5%**

Базельский комитет

• 14 мая 2018 года опубликована финальная редакция требований к секьюритизации (Revisions to the securitisation framework), основанных на критериях простой, прозрачной и сопоставимой (STC — simple, transparent and comparable) секьюритизации (далее — Basel III STC)[2].

Страны Европейского союза

• 1 января 2019 года вступил в силу Регламент простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (simple, transparent and standardised securitization, далее — Регламент 2017 / 2402, или стандарты STS секьюритизации)[3].

• 12 декабря 2017 года опубликованы поправки (Регламент 2017 / 2401) к Положению о пруденциальных требованиях для кредитных организаций и инвестиционных фирм № 575 / 2013 с калибровкой риск-весов составляющих позиций STS-секьюритизации.

• В декабре 2018 года Европейской службой банковского надзора опубликовано руководство по критериям простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (далее — Руководство ЕС STS)[4].

Россия

• В октябре 2018 года Банк России опубликовал Положение об определении бан-

Таблица 2

Рынок секьюритизации ЕС: прирост непогашенной номинальной стоимости секьюритизационных бумаг различных видов активов. Расчет прироста III кв. 2018 года к III кв. 2017-го

Источник: AFME[5]

Вид актива	Q3 2017 (млрд евро)	Q3 2018 (млрд евро)	Прирост (млрд евро)	Прирост, %
ABS	207.1	217.6	10.5	5.1%
CDO / CLO	100.0	124.7	24.7	24.7%
CMBS	54.2	50.3	-3.9	-7.2%
RMBS	691.3	670.5	-20.8	-3.0%
SME	80.8	69.9	-10.9	-13.4%
WBS / PFI[6]	64.8	63.2	-1.6	-2.5%
Итого	**1198.2**	**1196.3**	**-1.9**	**-0.2%**

[1] Отчет US Mortgage-Related Issuance and Outstanding — отчет о выпусках и остатках непогашенного номинала ипотечных ценных бумаг рынка США, отчет US ABS Issuance and Outstanding — отчет о выпусках и остатках непогашенного номинала ценных бумаг с обеспечением рынка США.

[2] Revisions to the securitisation framework, https://www.bis.org/bcbs/publ/d374.pdf.

[3] Regulation (EU) 2017/2402, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1527255948459&uri=CELEX:32017R2402.

[4] Guidelines on the STS criteria for ABCP and non-ABCP securitisation, https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-on-the-sts-criteria-for-abcp-and-non-abcp-securitisation/-/regulatory-activity/press-release.

[5] Отчет Securitisation Data Report 2018: Q3 — Данные по секьюритизации за III кв. 2018 года.

[6] WBS — whole business securitisation; PFI — public finance initiatives, инициативы в области государственных финансов.

ками величины кредитного риска (Положение № 647-П от 04.07.2018), реализующее принципы простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации (далее — Положение № 647-П, или стандарты ППС).

Предыстория вопроса: идея внедрения простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации возникла в ответ на ипотечный кризис, который разразился в США в 2008 году. В разгар кризиса фактические потери по секьюритизированным ипотечным активам достигали 16%, что не соответствовало присвоенным кредитным рейтингам (AAA) — вероятность дефолта должна была соответствовать 0.1%. Еще хуже сложилась ситуация с ипотечными ценными бумагами США с рейтингом BBB. Уровень дефолта по таким бумагам достиг 62% против допустимых 0.2%[1]. Уровень дефолтов по аналогичным ценным бумагам в странах ЕС и России, как правило, не превышал нормативные значения.

Несмотря на то что несоответствие присвоенных рейтингов фактическим рискам было характерно для рынка США, потеря доверия инвесторов распространилась на всю секьюритизацию и экспертизу рейтинговых агентств в мире.

Идея самостоятельной оценки рисков по приобретаемым инвесторами активам как основной вариант принятия решения легла в основу новых принципов секьюритизации. Соответствие сделки критериям STS / ППС позволяет отнести ее к классу высококачественной секьюритизации, который несет меньший риск, что, в свою очередь, позволяет применить более мягкие правила резервирования капитала.

РАЗЛИЧИЯ РОССИЙСКОГО И ЕВРОПЕЙСКОГО СТАНДАРТОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Несмотря на то что при разработке новых правил секьюритизации российские регуляторы и европейские разработчики применяли одни и те же принципы Basel III STC, стандарты получились разными и несовместимыми. Сделки, имеющие признак соответствия российским стандартам ППС, не могут быть одновременно классифицированы как соответствующие STS. Различия по некоторым позициям являются значительными.

1. Ограничение инвесторской базы. Не все группы инвесторов смогут воспользоваться льготным режимом капитала для соответствующих ППС транзакций.

На ранних этапах разработки Регламента секьюритизации ЕС 2017 / 2402 и Положения о пруденциальных требованиях № 575 / 2013 документ распространялся исключительно на кредитные учреждения и инвестиционные фирмы. Льготный режим капитала по STS-активам не распространялся на институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые и перестраховочные организации. Ограничение базы инвесторов вызвало озабоченность среди участников европейского рынка секьюритизации. В окончательной редакции Регламентом секьюритизации делегированы полномочия Европейской службе банковского надзора (European Banking Authority, EBA) совместно с Европейским агентством по страхованию и пенсионному обеспечению (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) и Европейским управлением по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, ESMA) разработать соответствующие рекомендации, открывающие доступ институциональным инвесторам к льготному режиму капитала по инвестированию в инструменты STS-секьюритизации.

Положение ЦБ РФ № 647-П распространяется только на банковские организации.

2. Разграничение рынков STS-секьюритизации. В странах Европейского союза в соответствии с Регламентом 2017 / 2402 сделки секьюритизации могут быть отнесены к STS, если оригинатор, спонсор и SPV (special purpose vehicle — компания специального назначения) созданы на территории стран ЕС. Таким образом, стандарты секьюритизации ограничивают льготное инвестирование в активы стран — не членов ЕС. Такое положение создает дополнительные барьеры по приобретению европейскими инвесторами российских инструментов секьюритизации. Напротив, Положение ЦБ РФ № 647-П не накладывает ограничений по инвестированию в европейскую секьюритизацию.

[1] A European Framework for Simple and Transparent Securitisation http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5733_en.htm?locale=en.

3. Ограничение видов активов для ППС-секьюритизации. В соответствии с Положением Банка России № 647-П, применение пониженного коэффициента 10% к отдельным рисковым позициям выпуска облигаций возможно при удовлетворении одновременно с основными требованиями 647-П условий Приложения 2 того же документа. Так, например, коэффициент риска по ипотечным ссудам, рассчитанный в соответствии с Инструкцией Банка России № 180-И, не должен превышать 40%. Под такие критерии подходят ипотечные ссуды с кодом 8752 / 8751: ипотеки с первоначальным взносом не менее 50% и доходом заемщика, превышающим выплаты по кредиту в 3 раза. Аналогичную норму можно обнаружить в европейских пруденциальных требованиях ЕС 2017 / 2401. Совокупный вес-риск, рассчитанный по стандартизированному подходу, не должен превышать 40% от портфеля ипотечных закладных либо жилищных ссуд с гарантией. Однако под такие критерии по европейским стандартам попадает ипотека с менее жесткими параметрами. В соответствии со статьей 125 Регламента № 575 / 2013, первоначальный взнос по таким кредитам должен быть не менее 20%, а требования к платежеспособности заемщика определяет кредитор в соответствии с кредитной политикой. К таким требованиям можно отнести большую часть ипотеки.

Секьюритизация высококлассной безрисковой ипотеки может привести к ухудшению качества активов на балансе банка. Избирательный отбор хороших активов, так называемый cherry-picking, влечет нарушение критериев отбора и передачи активов в соответствии с Basel III STC.

Скорее всего, по этой причине мы не увидим на российском рынке сделок секьюритизации ППС с минимальным риск-весом 10%.

4. Принятие риска оригинатором в сделках ППС. Существенным отличием европейских правил секьюритизации от российских правил является размер риска, принимаемого оригинатором. В соответствии с Регламентом секьюритизации 2017 / 2402, оригинатор, спонсор или первоначальный кредитор секьюритизации должны на постоянной основе сохранять экономическую заинтересованность (risk retention) в размере не менее 5% от объема сделки. В России требования к форме и способу удержания оригинатором риска определяются Указанием Банка России № 3309-У. Минимальный размер риска установлен Федеральным законом № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в размере не менее 20%. Обязательство в 20% по ипотечным бумагам выглядит завышенным. Скорее всего, разногласия в действующих редакциях нормативных документов носят временный характер и будут устранены регулятором в обозримом будущем.

5. «Дедушкины оговорки». При внедрении новых правил STS-секьюритизации в странах ЕС применяется принцип защиты инвесторов от изменения законодательства по завершенным сделкам. Новое законодательство по простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации в Европейском союзе будет применяться только к новым сделкам, закрываемым после 1 января 2019 года. Старые сделки регулируются по прежним правилам, но имеют право быть отнесены к STS при условии соответствия требованиям, в том числе в момент возникновения сделки (например, сохранение риска и критерии формирования активов).

Российским регулированием практика защиты инвесторов от изменения законодательства по сделкам секьюритизации, завершенным до вступления в силу изменений, не предполагается. Участники рынка уже сталкивались с проблемой имплементации новых правил по действующим сделкам, например учет младших траншей с коэффициентом риска 1250% привел в замешательство не только эмитентов рыночных сделок секьюритизации, но и участников государственных программ[1].

6. Применение внешних рейтингов. Несмотря на потерю доверия к рейтинговым агентствам, подход на основе внешних рейтингов (SEC-ERBA — Securitisation External Ratings-Based Approach, см. Basel III STC) в сделках секьюритизации стран ЕС может применяться наравне с под-

[1] Программа инвестиций Внешэкономбанка в проекты строительства доступного жилья и ипотеку в 2010–2013 годах, https://вэб.рф.

ходами на основе внутренних рейтингов (SEC-IRBA — Securitisation Internal Ratings-Based Approach) и стандартизированным подходом (SEC-SA — Securitisation Standardised Approach). Российскими правилами ППС-секьюритизации применение внешних рейтингов не подразумевается.

7. Стандартизированная отчетность и раскрытие информации. В Европейском союзе большое внимание уделено вопросам раскрытия информации, унификации доступа к данным и порядку присвоения статуса соответствия стандартам STS. 22 августа 2018 года ESMA опубликовала заключительный отчет о технических стандартах раскрытия информации о секьюритизации. На сайте ESMA размещены 17 шаблонов отчетности для полноценного анализа сделок STS, доступные всем участникам. В ближайшее время планируется разместить XML-схемы этих отчетов. В соответствии с Регламентом 2017 / 2402 реестр всех STS-сделок должен размещаться на информационном ресурсе www.esma.europa.eu.

Разработчиками стандартов STS особое внимание уделяется процессу присвоения статуса STS. В соответствии с Регламентом секьюритизации ЕС 2017 / 2402 оригинаторы, спонсоры и эмитенты несут солидарную ответственность за соответствие сделки критериям STS. Тем же документом предусмотрена опция, когда уполномоченная третья сторона может подтвердить соответствие сделки критериям простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации.

Оценка российскими участниками сделок секьюритизации на соответствие стандартам ППС осуществляется на основании различных форм отчетов, утвержденных Банком России. Ведение единого реестра ППС-сделок и подтверждение соответствия стандартам независимым участником не реализовано. Скорее всего, участники ППС-секьюритизации будут выискивать необходимую информацию на сайтах раскрытия информации.

ВЫВОДЫ

Реформа секьюритизации вносит существенные изменения в действующие процедуры выпуска облигаций, взаимодействие участников и экономику сделок. В ходе разработки стандартов каждое нововведение порождало многочисленные вопросы и новые подзадачи. Результатом кропотливой работы разработчиков стали стандарты, которые создают условия для развития секьюритизации по единым правилам. Объединение структурированных данных по сделкам в BigData[1] позволит проводить не только анализ в разрезе отдельных сделок, но и по агрегированным данным всех сделок секьюритизации.

Европейский стандарт STS выглядит более технологически проработанным. Отдельные положения и подходы могут быть успешно применены в российской практике.

Если ранжировать задачи по степени критичности, то в первую очередь необходимо решить вопросы, связанные с:

- перерасчетом рисков по стандартам ППС по выпускам облигаций, находящихся в обращении;
- решением вопроса по классификации агентских однотраншевых бумаг;
- гармонизацией документов Указания Банка России № 3309-У и Положения № 647-П в части формы и порядка принятия риска оригинатором.

Остальные вопросы, затронутые в статье, не менее важны, так как влияют на количественные показатели секьюритизации в России, расширение инвестиционной базы и снижение рисков участников сделок.

[1] Обозначение структурированных и неструктурированных данных огромных объемов.

Примечание. Услуги по организации сделки оказывает АО «Сбербанк КИБ». Россия, Москва, 117312, ул. Вавилова, д. 19. www.sbrf-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. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015.