Оливье ТАУТЕЙН,
исполнительный
директор, направление
«Структурированные финансы»,
Scope Ratings

Европейский рынок структурированного финансирования в 2019 году

Секьюритизация лежала в основе кризиса 2008 года, позволив накопить избыточный леверидж на непрочной основе субстандартных кредитов и распространить этот леверидж по всему миру на скрытых страницах банковских балансовых отчетов. По иронии судьбы, сегодня секьюритизация рассматривается как один из способов, который может оживить реальный сектор экономики в условиях медленного роста.

Со времен мирового финансового кризиса тренды развития европейской секьюритизации изменились, сегодня динамику рынка определяют три элемента:

- **Регулирование:** с первых дней существования регуляторного арбитража по капиталу в рамках Базельского соглашения на секьюритизацию всегда оказывают влияние изменения в регламентах, стимулирующие выпуск новых ценных бумаг.
- **Денежно-кредитная политика:** с наступлением кризиса Евросистема и Банк Англии стимулируют рынок секьюритизации посредством программ расширения ликвидности (TLTRO или TFS) или путем непосредственного выкупа активов ABS (программа ABSPP).
- **Сокращение роли банковских институтов как посредников на финансовом рынке:** в связи с дефицитом капитала в банковской отрасли тенденция к сокращению посредничества не ослабевает с появлением новых участников рынка.

Наряду с оригинаторами (которыми до сих пор являются преимущественно банки и кредитные организации) и, естественно, инвесторами в секьюритизацию ключевыми участниками рынка европейской секьюритизации являются также регуляторы и национальные центральные банки. В данной статье мы уделим основное внимание первичному рынку в связи с минимальным размером вторичного рынка секьюритизации.

УСЛОВИЯ ЭМИССИИ В 2019 ГОДУ

Объем размещения сделок европейской секьюритизации в 2019 году составил €170 млрд, что несколько ниже среднего годового объема эмиссии в €200 млрд за период 2014–2018 годов (по данным J. P. Morgan). Следует отметить, что объем размещения европейских CLO в 2019 году составил €30 млрд; это аналогично объему эмиссии за 2018 год. Экспоненциального роста, подобного имевшему место до мирового финансового кризиса, который поддерживался бумом размещения RMBS и иных выпусков облигаций структурированного финансирования, не наблюдается, а лишь происходит стабилизация рынка.

Большая часть выпусков секьюритизации обеспечена ипотечными кредитами (объем размещения RMBS составляет €93 млрд, из которых €37 млрд приходится на Великобританию и лишь €10 млрд — на Нидерланды, что значительно меньше, чем в предыдущие годы). Далее в качестве обеспечения выступают розничные кредиты (автокредиты, потребительские кредиты, кредитные карты) — €40 млрд и структурированные кредиты (в том числе CLO) — €24 млрд. Углубляясь в анализ по каждой стране, мы можем выявить определенные тенденции.

- **Великобритания** является крупнейшей страной по объему размещения (€47 млрд). Для сравнения: в предыдущие три года объем эмиссии составил суммарно около €50 млрд. Почти 80% эмиссии составляют RMBS, среди которых менее 30% остаются на балансе оригинатора. Кроме того, более 35% сделок RMBS обозначаются как STS (Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация).
- **Италия** является вторым по величине рынком секьюритизации с объемом размещения €38 млрд, что отличается от показателей прошлых лет. Большую часть итальянского рынка составляют сделки секьюритизации МСП-кредитов (SME ABS) в объеме €16 млрд и RMBS в объеме €11 млрд, где оригинаторами выступают банки, ищущие дешевые способы финансирования.
- **Франция** занимает третье место с объемом €31 млрд, почти 90% сделок являются RMBS, и только 60% RMBS получили лейбл STS.

Общее снижение объема эмиссии было обусловлено главным образом тремя факторами:

1. внедрение в начале 2019 года правил STS, когда участники рынка еще не были уверены в точных технических нюансах нового регулирования;
2. переориентация на балансовые ипотечные облигации взамен секьюритизации при рефинансировании голландских ипотечных кредитов;
3. снижение количества проблемных кредитов (NPL) в Италии, которое еще не компенсировалось за счет увеличения количества NPL в других европейских странах, даже несмотря на то что несколько сделок секьюритизации NPL было закрыто в Ирландии.

УСЛОВИЯ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ В 2019 ГОДУ

По основным типам сделок секьюритизации спреды в 2019 году медленно сужались, постепенно возвращаясь к уровням до мирового финансового кризиса.

- Старшие транши голландских RMBS оценивались приблизительно в 10 б.п. до начала кризиса, в то время как в настоящее время они оцениваются приблизительно в 20–30 б.п. (в начале 2009 года они превышали 300 б.п.). Внедрение программы выкупа ABSPP, которая подразумевала большой объем покупки голландских RMBS, оказало большое влияние на столь крупный рынок.
- Старшие транши RMBS в других странах столкнулись с таким же медленным сужением спредов по сравнению с предыдущими пиковыми периодами, однако еще не достигли докризисного уровня (10–20 б.п.).
- В настоящее время спреды по старшим траншам секьюритизации автокредитов составляют 15 б.п., в то время как до кризиса они составляли примерно 7 б.п.

История ценообразования CLO имеет много нюансов, поскольку за последние два года спреды снова выросли в силу разных факторов: более высокое неприятие риска по отношению к данному классу активов (что выражается в пристальном внимании со стороны всемирных регуляторов к классу активов или в целом к финансированию за счет заемных средств) или уход с рынка некоторых значимых инвесторов (в частности, крупный японский инвестор).

НЕСКОЛЬКО СЛОВ О РЕГУЛИРОВАНИИ

Регулирование имеет ключевое значение для развития рынка секьюритизации по нескольким направлениям. Повышение требований к уровню капитала банков в течение длительного времени является сильным стимулом к снижению роли банков в качестве посредников. Но главной темой 2019 года стало введение регламента ЕС о секьюритизации. Этот долгожданный регламент вступил в силу 1 января 2019 года с предоставлением отсрочки по его исполнению до конца 2019 года. Главной новой концепцией, которая была представлена в регламенте, стало обозначение STS (Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация). Концепция направлена на исправление ряда проблем, связанных с секьюритизацией, путем проверки соответствия секьюритизации четко выраженному идеалу (в соответствии с Регламентом ЕС о секьюритизации 2017/2402).

- Простота предусматривает:

– действительную продажу (True Sale) активов на SPV и отсутствие фиксированной возможности возврата выплаченных ранее сумм в случае невыполнения обязательств сервисным агентом;

– четкие критерии соответствия кредитов, входящих в состав обеспечения;

– однородные виды активов;

– невозможность передачи просроченных кредитов.

- Прозрачность предусматривает, что:

– потенциальным инвесторам должны быть предоставлены данные о динамике аналогичных активов за предшествующие периоды;

– модель движения денежных средств по обязательствам в рамках сделки должна быть предоставлена инвесторам оригинатором;

– окончательная документация по сделке должна быть доступна инвесторам.

- Стандартизация предусматривает:

– сохранение риска на стороне продавца кредитов;

– если кредитное качество активов снизилось до определенного уровня, то очередность использования денежных поступлений должна быть чисто последовательной;

– обслуживающий агент должен обладать опытом в отношении класса активов и действовать в соответствии с четкой политикой/процедурами.

Лейбл STS по сделке секьюритизации дает владельцу облигаций более низкое давление на капитал по наиболее «старшим» облигациям и позволяет учитывать эти инвестиции как ликвидные ценные бумаги при расчете коэффициента общей ликвидности.

Однако следует отметить, что все еще существует большая разница между секьюритизацией и балансовыми обеспеченными облигациями в режиме регулирования, что приносит пользу рынку балансовых ипотечных облигаций, который в данный момент рассматривается как менее запутанный/сложный, чем рынок секьюритизации. Например, это объясняет рост использования балансовых ипотечных облигаций в Нидерландах для рефинансирования ипотечных кредитов как замену секьюритизации.

Еще одним изменением в законодательстве, требующим пристального внимания, является введение дополнительного давления на капитал для банков с коэффициентом наличия NPL на балансе выше 5% (см. «Руководство по управлению рисками, связанными с проблемными кредитами и отказом от принудительных мер по взысканию кредитной задолженности»[1]).

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

С самого пика мирового финансового кризиса центральные банки играли ключевую роль в формировании рынка секьюритизации в Европе — они либо разрешали использовать секьюритизацию в качестве обеспечения при предоставлении ликвидности банкам (или одобряли использование активов, обычно поддерживающих секьюритизацию)[2], либо сами непосредственно приобретали транши секьюрити-

[1] Guidelines on Management of non-performing and forborne exposures, https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-on-management-of-non-performing-and-forborne-exposures.

[2] См. «Дополнительные кредитные требования» (Additional Credit Claims) для Евросистемы или Программу финансирования в обмен на кредиты (Funding for Lending scheme).

зации (в рамках Программы Евросистемы по приобретению ABS, объем которой составил €28 млрд по состоянию на конец 2019 года из потенциально возможных €300 млрд).

Использование секьюритизации в качестве обеспечения фактически постоянно сокращалось с момента своего пика в 2009 году; и действительно, в 2019 году 57% сделок остались на балансе оригинатора. Сделки секьюритизации продолжают осуществляться оригинаторами, являющимися банковскими институтами, для целей получения ликвидности от своего центрального банка; секьюритизация также является способом преобразования неработающих активов на балансах (розничные или ипотечные кредиты) в надлежащее обеспечение.

ЕСТЕСТВЕННАЯ ДИВЕРГЕНЦИЯ

Европейский рынок секьюритизации все больше превращается в двухуровневый рынок, на котором:

– с одной стороны, существуют сделки с лейблом STS, где в качестве обеспечения выступают стандартизированные активы, которые выкупаются классическими инвесторами в ABS и Евросистемой («Стандартный» рынок);

– с другой стороны, присутствует более экзотическая часть рынка, где в качестве обеспечения встречаются нестандартные активы (проблемные кредиты, онлайн-займы, коммерческая недвижимость).

Можно сказать, что «Стандартный» рынок является стабильным и зрелым рынком со снижающимися или стабильными ценами, какие-либо значительные изменения в институциональной структуре маловероятны в связи с окончанием регуляторного цикла по секьюритизации. Однако такая часть рынка всегда подвержена риску замены на более эффективные финансовые решения, и мы ожидаем в ближайшей перспективе ожесточение конкуренции между использованием RMBS и балансовых ипотечных облигаций.

Таким образом, мы прогнозируем эволюционное развитие рынка, главным образом в области нетрадиционных классов активов, но и здесь секьюритизация является лишь одним из инструментов среди различных финансовых решений.