Станислав НАСТАСЬИН,
вице-президент —
старший аналитик,
Moody's Investors Service

Обеспеченные облигации в странах Центральной и Восточной Европы

Увеличение объемов выпуска обеспеченных облигаций (ОО) в странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) в последние годы привело к росту доли этих облигаций в структуре источников фондирования банковских систем стран ЦВЕ. Кроме того, по мнению рейтингового агентства Moody's, этот рост способствует, во-первых, повышению вероятности оказания эмитентам этих облигаций поддержки со стороны регуляторов в случае ухудшения их финансовой устойчивости и, во-вторых, повышению ликвидности всего банковского сектора.

Обеспеченные облигации (ОО, англ. covered bonds) — это облигации с «двойным регрессом» против эмитента и первоочередным правом на удовлетворение требований из массы покрытия. В массу покрытия этих облигаций обычно включаются кредиты, обеспеченные как жилой, так и коммерческой недвижимостью, но в некоторых сделках масса покрытия помимо недвижимости включает в себя и другие финансовые активы. В русскоязычной литературе такие облигации еще обозначаются балансовыми сделками секьюритизации активов, так как активы остаются на балансе кредитной организации — эмитента[1].

НА РЫНКАХ ЦВЕ НАБЛЮДАЕТСЯ РОСТ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКА ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ПОВЫШЕНИЕ ВОВЛЕЧЕННОСТИ РЫНКА В ОПЕРАЦИИ С ЭТИМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

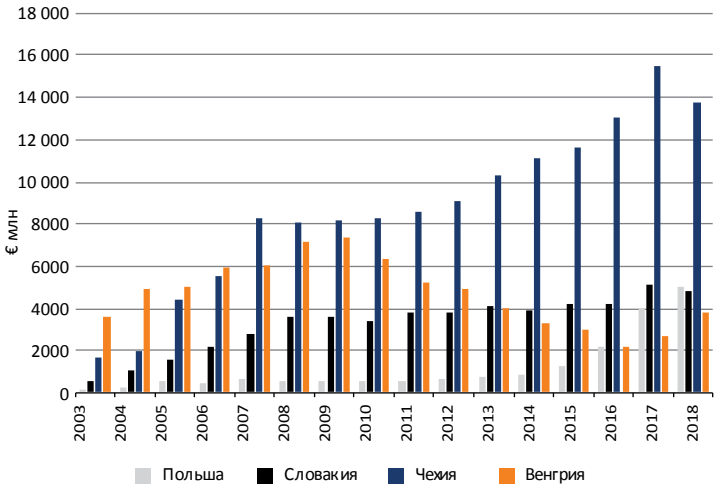
Рост объемов выпущенных ОО и увеличение количества программ выпуска таких облигаций[2] в странах ЦВЕ повысили к ним интерес международных инвесторов. Кро-

[1] Подробнее об ОО см. Тим Лассен: «Преимущественное право инвесторов при банкротстве банка — эмитента ипотечных облигаций в Европе», март 2014 (Энциклопедия российской секьюритизации — 2014).

[2] В европейской практике эмиссия ОО возможна в рамках единой программы.

Рисунок 1
Объем обращающихся на рынках ЦВЕ ипотечных ОО

Источник: European Covered Bond Council (ECBC), отчеты эмитентов, расчеты Moody's



Примечание: мы исключили Румынию, так как первый румынский выпуск ОО произошел в 2019 году.

ме того, распространение этой формы долговых обязательств повысило их роль как дополнительного источника фондирования банковских систем региона. Как показано на Рисунке 1, выпуск ОО в этом регионе существенно вырос за последние годы, особенно в Чехии. В то время как чешские эмиссии ОО были полностью выкуплены региональными инвесторами, рост выпусков ОО в Польше и Словакии был обеспечен за счет спроса со стороны зарубежных инвесторов.

В начале 2000-х годов рынок ОО в странах ЦВЕ был сравнительно небольшим, но получил толчок к развитию благодаря изменениям, внесенным в законодательство, регулирующее выпуск и обращение ОО в этих странах. В Польше и Румынии такие изменения были приняты в 2016 году, в Словакии — в 2018 году. В Чехии существенные поправки в законодательство, регулирующее рынок ОО, были приняты в 2019 году. В Венгрии, несмотря на то что законодательное регулирование рынка ОО существует в стране уже много лет, выпуск ОО был ограничен макроэкономическими и финансово-политическими факторами.

Среди стран, показанных на Рисунке 2, банковские системы Словакии и Польши имеют самый высокий показатель отношения объема выданных кредитов к объему привлеченных депозитов (loan-to-deposit ratio). Этот показатель указывает на то, что эти две страны скорее всего больше других нуждаются в недепозитных ресурсах. Учитывая, что внутренний рынок облигаций большинства стран ЦВЕ сравнительно небольшой, их банки вынуждены обращаться к международным рынкам капитала в поисках дополнительных источников фондирования.

Наличие у владельцев обеспеченных облигаций права двойного регресса (англ. dual recourse), то есть права требования к банку-эмитенту, а также права преимущественного удовлетворения требований по облигациям из массы покрытия, повышает привлекательность таких облигаций для инвесторов, впервые выходящих на рынок стран ЦВЕ, поэтому инвесторы готовы приобретать ОО, имеющие более длинные сроки погашения по сравнению со сроком погашения необеспеченных банковских облигаций. В результате эмитенты имеют возможность увеличить дюрацию фондирования путем выпуска ОО, имеющих более длинные сроки погашения. Агентство Moody's считает, что привлечение долгосрочного фондирования, в свою очередь, позволяет повысить сбалансированность структуры фондирования банковской системы даже при наличии высокого коэффициента отношения объема выданных кредитов к объему привлеченных депозитов.

Рисунок 3 показывает, что относительный объем остатка задолженности по ипотечным кредитам, выраженный в процентах от ВВП, быстрее всего рос в Словакии и Чехии. Поскольку ипотечные кредиты

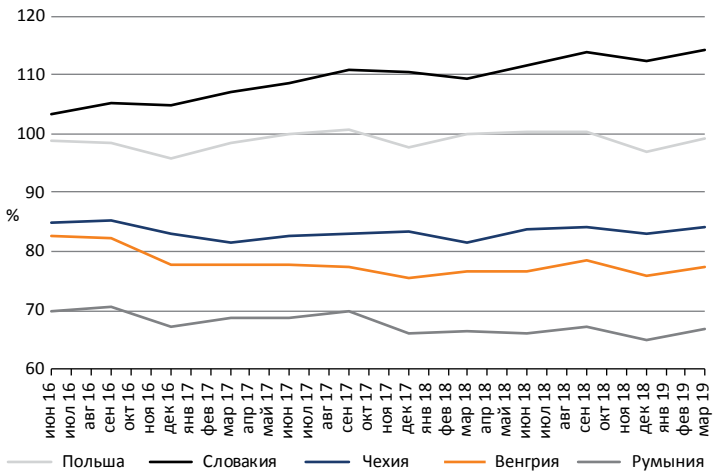


Рисунок 2
Отношение объема выданных кредитов к объему привлеченных депозитов в банковских системах отдельных стран ЦВЕ
Источник: Европейская банковская организация (EBA)

обычно имеют длительные сроки погашения, рост остатка задолженности по ипотечным кредитам ведет к росту потребности банков в долгосрочном фондировании и необходимости согласования дюраций активов и обязательств, особенно это актуально для банков, у которых основным источником фондирования являются депозиты.

ПОДДЕРЖКА СО СТОРОНЫ КАК РЕГУЛЯТОРОВ, ТАК И ВСЕГО БАНКОВСКОГО СЕКТОРА СТАНОВИТСЯ БОЛЕЕ ВЕРОЯТНОЙ, ЧТО СПОСОБСТВУЕТ УМЕНЬШЕНИЮ РИСКА РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

Рост значимости ОО как источника фондирования банковского сектора, а также рост числа эмитентов обеспеченных облигаций повышает вероятность того, что в случае ухудшения финансовой устойчивости таких эмитентов они получат поддержку со стороны регуляторов или других участников рынка. По мнению Moody's, это способствует повышению кредитного качества всех обеспеченных облигаций, обращающихся на рынке.

Под вероятностью поддержки со стороны регуляторов понимается повышение у регуляторов мотивации поддержать эмитента ОО, находящегося в процессе реструктуризации, поскольку обеспеченные облигации являются значимым источником фондирования для всего рынка и такая поддержка поможет повысить стабильность всей банковской системы. При таком развитии событий эмитент ОО, находящийся в сложном финансовом положении, не сможет объявить дефолт по своим облигациям и продолжит нести ответственность за их погашение; таким образом, не будут материализованы риски, связанные с возможным свертыванием программы ОО и потенциальной нехваткой ликвидности для погашения облигаций в дату погашения, что также снизит риск рефинансирования.

Кроме того, устойчивость банковской системы способствует повышению кредитного качества всех ОО, поскольку повышает вероятность того, что в ситуации, когда отдельно взятому эмитенту потребуется помощь, его обеспеченные облигации могут быть переданы под управление другому квалифицированному эмитенту. Законодательное регулирование ОО во многих странах указывает на возможность передачи выпущенных облигаций вместе с массой покрытия другому эмитенту как на один из предпочтительных вариантов спасения программы выпуска ОО в случае банкротства первоначального эмитента. По словацкому законодательству, такой трансфер вообще является единственной возможностью, позволяющей предотвратить акселерацию выпущенных ОО по истечении двух лет со дня принятия специальным управляющим (попечителем) программы ОО решения о том, что успешное управле-

ние программой в будущем невозможно. По мнению агентства Moody's, наличие большого числа эмитентов ОО на рынке и рост значимости этой формы долговых обязательств для фондирования банковской системы делают такой трансфер наиболее вероятной альтернативой в случае несостоятельности эмитента.

РАСШИРЕНИЕ ИНВЕСТОРСКОЙ БАЗЫ ПОВЫСИТ ЛИКВИДНОСТЬ РЫНКА И СНИЗИТ СТОИМОСТЬ ФОНДИРОВАНИЯ ДЛЯ БАНКОВ

Рейтинговое агентство Moody's считает, что растущее число эмитентов ОО способствует расширению инвесторской базы на рынках стран ЦВЕ. Благоприятные макроэкономические условия и особенно привлекательный спред (по сравнению с уровнем спреда, наблюдаемым на других европейских рынках ОО) делают обеспеченные облигации, выпущенные на рынках этих стран, весьма интересными для инвесторов, специализирующихся на номинированных в евро ОО.

Чем выше число эмитентов на рынке, тем выше мотивация для инвесторов изучить банковскую систему страны, ее рынок недвижимости и законодательную базу, что может оказаться ресурсоемким делом и тем самым стать препятствием для выхода на рынок новых инвесторов. Пока на рынке существует ограниченное число активных эмитентов, многие инвесторы не желают нести расходы, необходимые для выхода на новый рынок.

Кроме того, бóльшее число эмитентов улучшает ликвидность облигаций, находящихся в обращении, потому что чем больше база эмитентов, тем легче проводить операции на вторичном рынке с приемлемыми спредами.

В настоящее время польские и словацкие эмитенты наиболее активны в своем стремлении выйти на рынок обеспеченных еврооблигаций и, следовательно, больше всего выигрывают от повышенного интереса со стороны иностранных инвесторов.

КРАТКИЙ ОБЗОР РЫНКОВ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ СТРАН ЦВЕ

В 2019 году было опубликовано предложение по изменению законодательства Европейского союза (ЕС), регулирующего выпуск и обращение обеспеченных облигаций[1]. Целью этих изменений являются поддержка и повышение кредитного качества европейских ОО. Эта инициатива законодателей ЕС направлена на обновление национальных законов в области ОО и включает ряд положений, призванных повысить

[1] Имеется в виду предложение Совета ЕС от 19.03.2019 (документ 7274/19) о внесении изменений в Регламент (ЕС) № 575/2013 в отношении обеспеченных облигаций.

Рисунок 3
Ипотечная задолженность
Источник: Hypostat

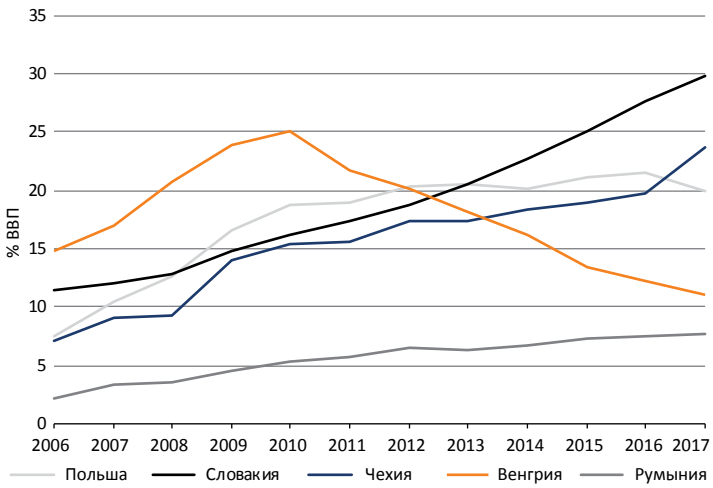


Таблица 1. **Программы ОО банков региона ЦВЕ, которым был присвоен рейтинг Moody's**

Эмитент	Страна	Объем выпущенных обеспеченных облигаций (€ млрд)	Рейтинг эмитента (оценка риска контрагента)	Рейтинг обеспе-ченных облигаций	Рейтинг прави-тельства	Страновой потолок	Moody's ПСП (показатель своевременности платежей - Timely Payment Indicator)	Запас прочности ПСП (TPI leeway - число делений рейтинговой шкалы)
Raiffeisenbank a.s.	Чехия	1.0	A2(cr)	Aa2	A1	Aa2	Very Improbable	2
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia	Чехия	1.7	-	Aa3	A1	Aa2	Very Improbable	-
OTP Jelzalogbank Zrt. (OTP Mortgage Bank)	Венгрия	1.7	Baa2(cr)	Baa1	Baa3	Baa1	Improbable	2-4
UniCredit Jelzalogbank Zrt.	Венгрия	0.5	-	Baa1	Baa3	Baa1	Improbable	2-4
mBank Hipoteczny	Польша	1.7	A3(cr)	Aa3	A2	Aa3	Probable	3
PKO Bank Hipoteczny	Польша	4.3	A3(cr)	Aa3	A2	Aa3	Probable	3
Alpha Bank Romania S.A.	Румыния	0.2	Ba1(cr)	Baa2	Baa3	A3	Improbable	ограничен или отсутствует
Slovenska Sporitelna, a.s.	Словакия	1.9	A1(cr)	Aaa	A2	Aaa	Improbable	1
Tatra Banka, a.s.	Словакия	0.8	A2(cr)	Aaa	A2	Aaa	Improbable	0
Vseobecna Uverova Banka a.s.	Словакия	3.1	A2(cr)	Aa2	A2	Aaa	Improbable	2

Источник: Moody's investors Service, отчеты эмитентов

общие стандарты законодательств стран ЕС. Ожидается, что наиболее позитивное влияние эти изменения окажут на новые и менее развитые рынки ОО, где собственное законодательство либо недостаточно эффективно, либо полностью отсутствует.

Прибалтика. В 2017 году Эстония, Латвия и Литва договорились начать законодательный процесс с целью создания общебалтийского рынка обеспеченных облигаций. В Латвии и Литве принятие соответствующих законов пока еще ожидается, в то время как парламентом Эстонии закон, регулирующий ОО, был принят в феврале 2019 года. Согласно этому закону, эстонские банки могут выпускать обеспеченные облигации с 1 октября 2019 года. Выпуск ОО позволит эстонским эмитентам диверсифицировать источники фондирования и выпускать ОО с более длинными сроками погашения, что улучшит согласование дюраций их активов и пассивов. Следует также отметить, что эстонские банки имеют ограниченный опыт выпуска долговых обязательств на международных рынках главным образом потому, что в банковской системе страны исторически доминировали скандинавские банки, которые предоставляли внутригрупповое финансирование своим балтийским дочерним компаниям. Эта динамика меняется из-за изменений, происходящих в структуре собственности банков, и возросшей готовности банков искать новые источники фондирования на местном уровне.

Болгария. Закон, регулирующий ОО, датируется 2000 годом. К настоящему моменту уже более десяти болгарских банков эмитировали обеспеченные облигации, но все эти выпуски были спорадическими и небольшими, поэтому объем находящихся в обращении ОО практически равен нулю.

Хорватия. В стране пока отсутствует законодательство, регулирующее выпуск и обращение ОО, но на рынке уже запущен проект, целью которого является развитие внутреннего рынка обеспеченных облигаций.

Чехия. Чешский рынок ОО имеет внушительный размер: в 2017 году объем ОО, находящихся в обращении, составил более €15 млрд в эквиваленте. Обеспеченные облигации обычно размещаются внутри страны путем закрытой подписки. Чешский закон, регулирующий ОО, был обновлен в январе 2019 года. Новые поправки к закону повысили защиту инвесторов, устранив не-

которые слабые места в прежней правовой базе. Однако в новом законе все еще есть недоработки. На данный момент все имеющие рейтинг обеспеченные облигации регулируются прежним законодательством, но эмитенты ОО имеют возможность конвертировать их в новые обязательства, регулируемые новым законом.

Венгрия. Венгрия имеет устоявшийся рынок обеспеченных облигаций. Рост кредитования возобновился после нескольких лет сокращения доли заемных средств в экономике. В целях содействия рынку ипотечных облигаций с октября 2019 года регулятор увеличил коэффициент достаточности ипотечного финансирования до 25%[1].

Польша. В 2016 году были приняты существенные поправки в польское законодательство, регулирующее ОО. Наиболее значительными поправками являются введение обязательного продления срока погашения (mandatory maturity extension) и условных сквозных структур погашения (conditional pass-through), а также установленный законом минимальный размер избыточного обеспечения в размере 10%. В настоящее время есть только два польских эмитента, которые регулярно выпускают обеспеченные облигации, номинированные в евро. Агентство Moody's ожидает, что новые эмитенты выйдут на рынок до конца 2020 года.

Румыния. В апреле 2019 года первый выпуск обеспеченных облигаций в Румынии подготовил почву для возможного выпуска ОО другими румынскими банками, для которых в настоящее время депозиты являются практически единственным источником фондирования. Согласно закону об обеспеченных облигациях, румынские банки могут эмитировать ОО объемом не более 8% от общих активов банка-эмитента.

Словакия. В соответствии со старым законодательством словацкие банки были обязаны финансировать бóльшую часть своих ипотечных кредитов, используя обеспеченные облигации. Это обязывало банки постоянно выпускать небольшие объемы ОО. С момента обновления законодательства по обеспеченным облигациям в 2018 году рынок ОО вырос и стал играть более важную роль в банковской системе страны.

Словения. В Словении пока еще не было ни одного выпуска обеспеченных облигаций. Словенское законодательство по обеспеченным облигациям очень похоже на законодательства стран с развитыми рынками ОО по большинству важных характеристик этой формы долговых обязательств. Тем не менее законодательство по ОО не обновлялось с 2012 года.

[1] Речь идет о коэффициенте достаточности ипотечного финансирования (англ. Mortgage Funding Adequacy Ratio, MFAR), который был введен центральным банком Венгрии. Основной целью введения этого коэффициента является смягчение риска несоответствия дюраций ипотечных активов и их источников фондирования.