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

Структурированное финансирование остается важным источником фондирования в странах ЕС

Структурированное финансирование, которое включает в себя как сделки секьюритизации, так и выпуск обеспеченных облигаций (ОО, англ. covered bonds), является важным источником фондирования финансовых институтов стран Европейского союза (ЕС). Помимо обеспечения экономики ликвидными активами структурированное финансирование также может способствовать «озеленению» финансовой системы и имплементации ESG-принципов (environmental, social, governance — экологической, социальной и корпоративной ответственности), перенаправляя средства с рынков капитала на конкретные ESG-проекты. Однако типы активов, фондируемых с помощью структурированного финансирования, и сами формы структурированного финансирования в разных странах ЕС различаются.

СТРУКТУРИРОВАННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ИСПОЛЬЗУЕТСЯ ДЛЯ ФОНДИРОВАНИЯ ШИРОКОГО СПЕКТРА АКТИВОВ

Большинство классов активов на европейском рынке структурированного финансирования можно разделить на две широкие категории в соответствии с типами базовых активов, находящихся в обеспечении. Первая категория — это потребительские активы, например сделки с ипотечными ценными бумагами, обеспеченные жилищной ипотекой (ИЦБ, англ. RMBS). Вторая категория — это корпоративные активы, например сделки секьюритизации кредитов малым и средним предприятиям (SME ABS). Однако некоторые транзакции, например секьюритизация автокредитов (Auto ABS) или секьюритизация ипотеки, обеспеченной арендованным жильем

(BTL RMBS), могут сочетать оба типа активов — потребительские и корпоративные.

В Таблице 1 представлен обзор основных европейских классов активов структурированного финансирования, базовых активов в рамках этих классов и стран, в которых подобные продукты распространены.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ СЛУЖИТ ИНСТРУМЕНТОМ ФОНДИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ И ФИНАНСИРОВАНИЯ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ

Инструмент секьюритизации может быть привлечен для решения широкого круга задач. Помимо финансирования различных потребительских и корпоративных активов[1] секьюритизация может быть использована для расширения базы фондирования кредитных институтов, управления кредитными рисками и высвобождения капитала.

ДОЛЯ СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ АКТИВОВ В СТРАНАХ ЕС СТАБИЛИЗИРОВАЛАСЬ ПОСЛЕ МНОГОЛЕТНЕГО СПАДА

Актуальность секьюритизации как инструмента финансирования европейской экономики менялась со временем и в зависимости от географии. Привлекательность секьюритизации частично зависит от денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками, и от объема предоставленной ими дешевой ликвидности. Очевидно, что чем больше дешевой ликвидности на рынке, тем меньше потребность банков в секьюритизации и других инструментах фондирования.

Как показано на Рисунках 2 и 3, после стагнации, вызванной мировым финансовым кризисом, европейский рынок секьюритизации стабилизировался в последние годы по объему новых выпусков и уровню фондирования реальной экономики. Доля потребительских кредитов, финансируемых с помощью секьюритизации, стабилизировалась на уровне около 10%, а доля секьюритизированных корпоративных кредитов достигла 6%, что даже несколько выше уровня десятилетней давности.

В разрезе по странам доля секьюритизации потребительских кредитов в общем объеме фондирования колеблется от 0.2% (Германия) до 22.1% (Италия), 22.5% (Нидерланды) или 27.1% (Ирландия), а корпоративных кредитов — от 0% (Нидерланды) до 13.3% (Великобритания), 19.1% (Бельгия) или 21.6% (Италия), как показано на Рисунке 4.

[1] Здесь и далее по тексту под потребительскими кредитами понимаются кредиты, предоставленные физлицам, а под корпоративными кредитами понимаются кредиты, предоставленные нефинансовым организациям.

Рисунок 1. Категории активов в сделках структурированного финансирования

Источник: Moody's Investors Service

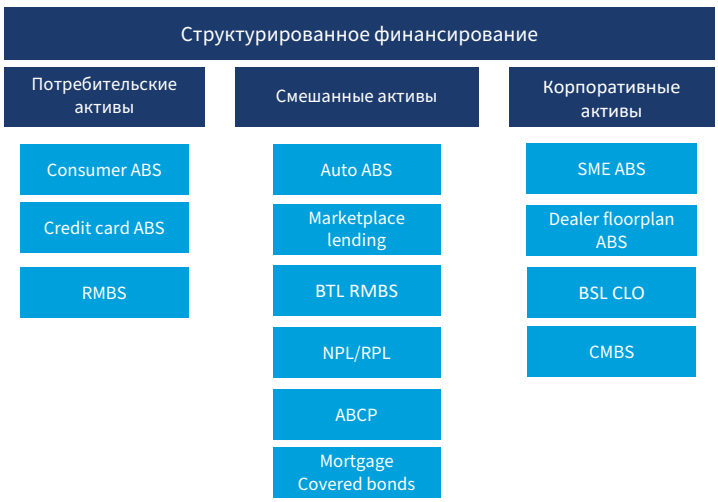


Таблица 1. Характеристики и рынки основных европейских классов активов структурированного финансирования

Источник: Moody's Investors Service

Категория активов	Класс активов	Тип базовых активов	Наиболее активные страны							
			Австрия	Франция	Германия	Италия	Нидерланды	Испания	Швеция	Великобритания
Потребительские активы	Consumer ABS	Необеспеченные потребкредиты, предоставленные физлицам		x	x	x	x	x		x
	Credit card ABS	Текущие и будущие поступления по кредитным картам		x						x
	Prime RMBS	Кредиты на покупку жилья для проживания заемщика		x		x	x	x		x
	NC RMBS	Высокорисковые кредиты (non-conforming) для финансирования жилищной ипотеки, например выданные заемщикам с отрицательной кредитной историей								x
Смешанные активы	Auto ABS	Кредиты или договоры лизинга, предоставленные физлицам или юрлицам для финансирования новых или подержанных автомобилей		x	x	x	x	x		x
	Marketplace lending securitisation	Высокостандартизованные потребкредиты либо кредиты малым предприятиям, предоставленные онлайн посредством разнообразных платформ кредитования (займы P2P)								x
	NPL securitisation	Просроченные потребительские или корпоративные кредиты, в некоторых случаях обеспеченные недвижимостью				x		x		
	Buy-to-let (BTL) RMBS	Кредиты, предоставленные для финансирования покупки жилых объектов с последующей сдачей в аренду								
	Mortgage Covered Bonds	Жилищная или коммерческая ипотека	x	x	x	x	x	x	x	x
Корпоративные активы	SME ABS	Кредиты, предоставленные малым и средним предприятиям (МСП)		x	x	x		x		x
	Dealer floorplan ABS	Кредиты автодилерам для финансирования оптовых поставок автомобилей (новых и б/у) или автозапчастей		x	x					
	BSL CLO	Старшие обеспеченные займы и бонды, имеющие рейтинг неинвестиционного уровня, либо кредиты с правом залога второй очереди	Секьюритизированные портфели включают кредиты из разных стран							
	CMBS	Кредиты, предоставленные для финансирования коммерческой недвижимости (офисные и индустриальные здания, отели, магазины и жилые здания)		x	x	x	x			x

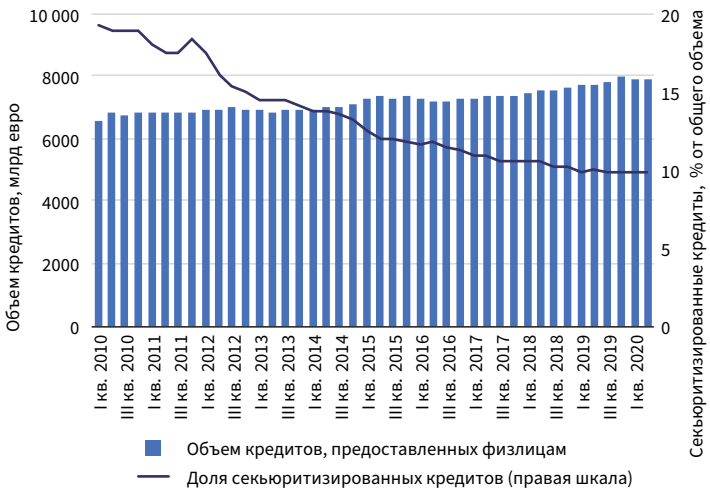


Рисунок 2
Доля секьюритизированных кредитов, предоставленных физлицам, в % от общей суммы непогашенной задолженности*

Источники: ЕЦБ, Банк Англии, расчеты Moody's

* Данные на конец сентября 2020 г.

Востребованность секьюритизации как инструмента фондирования варьируется по странам по многим причинам и зависит в том числе как от структуры банковского сектора страны и денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками, так и от доступности других инструментов фондирования. Другим фактором, влияющим на популярность секьюритизации в конкретной стране, является нормативно-правовая база страны, которая определяет осуществимость различных видов секьюритизации, а также относительную ценность секьюритизации как для эмитентов, так и для инвесторов.

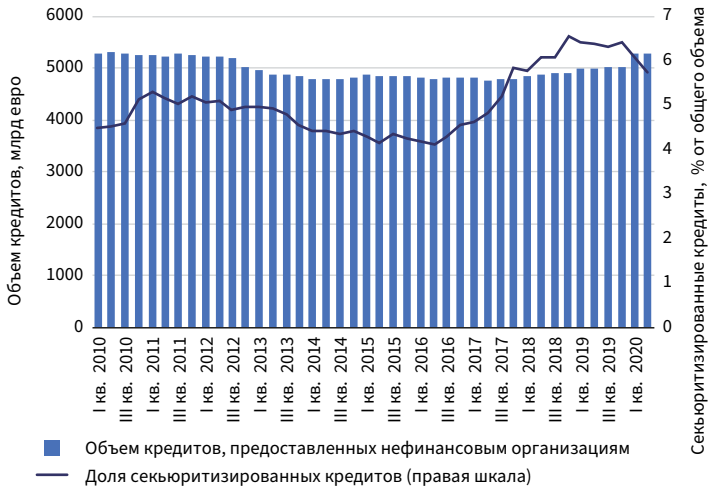
БО́ЛЬШАЯ ЧАСТЬ ВЫПУЩЕННЫХ СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ВСЕ ЕЩЕ УДЕРЖИВАЕТСЯ НА БАЛАНСЕ ЭМИТЕНТОВ

Объем новых выпусков в последние годы стабилизировался на уровне около 250 млрд евро в год, что все еще значительно ниже уровня, отмечавшегося до кризиса 2008 года. Как показано на Рисунке 5, с 2008 года значительная доля но-

Рисунок 3. **Доля секьюритизированных корпоративных кредитов в % от общей суммы непогашенной задолженности***

Источники: ЕЦБ, Банк Англии, расчеты Moody's

* Данные на конец сентября 2020 г.



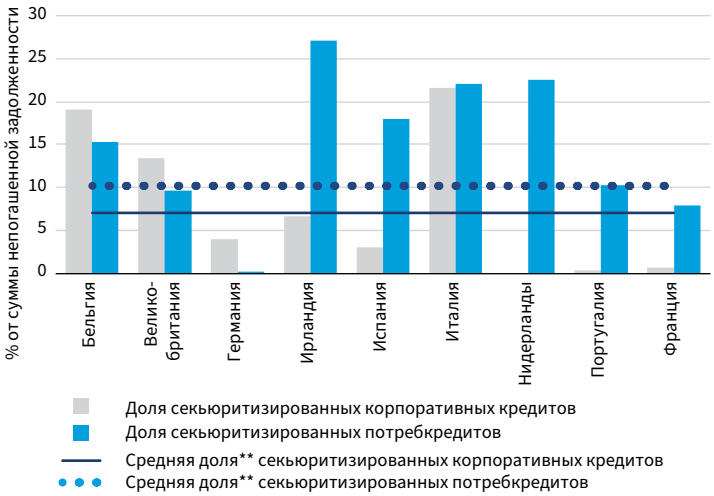


Рисунок 4
Доли секьюритизированных активов различаются в зависимости от страны и типа активов*

Источники: ЕЦБ, Association for Financial Markets in Europe (AFME), расчеты Moody's

* Данные на конец сентября 2020 г.
** Средняя по еврозоне + Великобритания.

вых выпусков не размещается на рынке, а выкупается самими эмитентами для целей управления ликвидностью[1].

Снижение объемов эмиссии в 2019 году частично объясняется неопределенностью в отношении режима регулирования, вызванной директивой ЕС о секьюритизации. Главным нововведением, которое было представлено в директиве, стала концепция STS-сделок (simple, transparent and standardized — простые, прозрачные и стандартизированные), в соответствии с которой обозначение STS присваивается сделкам секьюритизации при выполнении определенных условий. С момента вступления директивы в силу совокупный выпуск STS-транзакций составил более 166 млрд евро (Рисунок 6). Бóльшая часть этих сделок обеспечена правами требования по торговым контрактам[2] в сегменте ABCP[3] (37%).

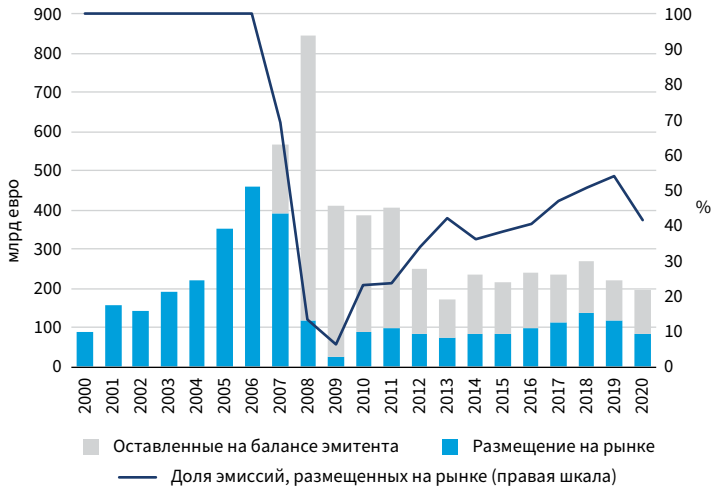
[1] Эмиссии, выкупленные эмитентами, обычно используются для сделок РЕПО с центральными банками.

[2] Trade receivables.

[3] Asset-Backed Commercial Papers.

Рисунок 5
Объемы эмиссии секьюритизированных ценных бумаг в ЕС

Источники: AFME, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), расчеты Moody's



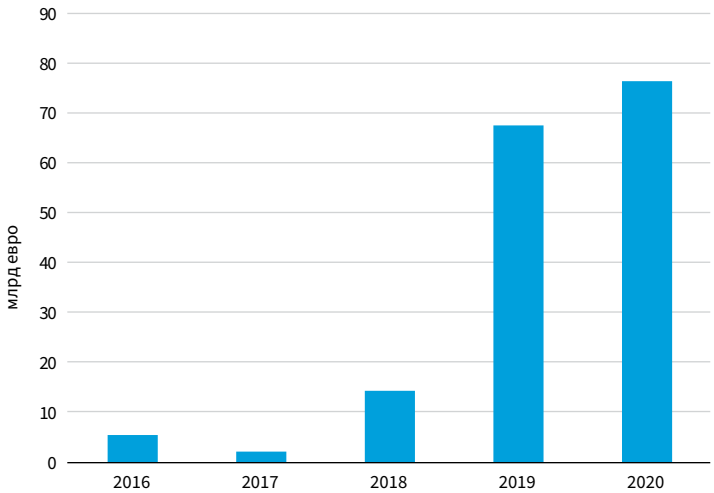


Рисунок 6
Объемы эмиссии STS-сделок

Примечание: сделки, выпущенные до вступления в силу директивы ЕС 1 января 2019 года, получили статус STS ретроспективно.

Источник: AFME

При этом на долю ABS, обеспеченных автокредитами, и RMBS приходится 27% и 18% соответственно, как показано на Рисунке 7.

RMBS, как и повсюду в мире, на сегодняшний день является крупнейшим классом активов на европейском рынке секьюритизации. На долю RMBS приходится около двух третей объема европейской секьюритизации, как показано на Рисунке 8. Примерно половина из находящихся в обращении облигаций RMBS (около 300 млрд евро) приходится на английские и голландские транзакции. CLO являются вторым по величине классом активов в Европе с объемом ценных бумаг в обращении, составляющим около 140 млрд евро.

Хотя географическое распределение рынка секьюритизации является более равномерным, чем распределение по классам активов, бóльшая часть ценных бумаг приходится всего на пять стран: Великобританию, Нидерланды, Италию, Испанию и Францию, ценные бумаги которых составляют 83% рынка (Рисунок 9).

Синтетические сделки секьюритизации дополняют классические транзакции, основанные на действительной продаже (true sale), и также являются важным инструментом управления кредитными рисками и управления капиталом для банков. Поскольку синтетические секьюритизации обеспечены теми же типами активов, что и классические транзакции действительной продажи, различия между ними в основном структурные: например, в вопросе, на чьем балансе остаются

Рисунок 7
Суммарное количество STS-сделок по типам обеспечения по состоянию на ноябрь 2020 г.

Источник: AFME

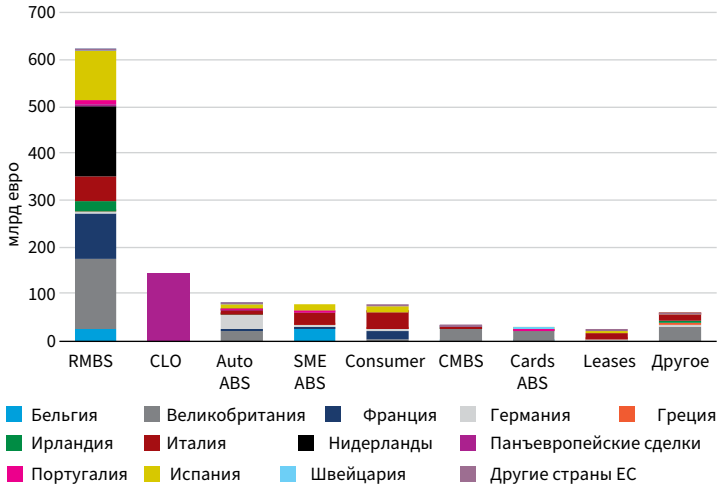


Рисунок 8
Объем обращающихся на рынках ЕС секьюритизированных ценных бумаг по классам активов по состоянию на III квартал 2020 г.

Примечание: последние доступные данные по CLO по состоянию на IV квартал 2019 г.

Источники: AFME, расчеты Moody's

активы, в дефиниции дефолтных активов, в степени зависимости от кредитного качества оригинатора, в затратах на организацию сделки и т. д.

Сегодняшний европейский рынок синтетической секьюритизации состоит в основном из частных двусторонних сделок, с очень небольшим количеством публичных сделок, получивших рейтинг. Однако, по данным Европейской комиссии, рыночная активность в этом сегменте рынка показывает стабильный рост начиная с 2016 года (Рисунок 10).

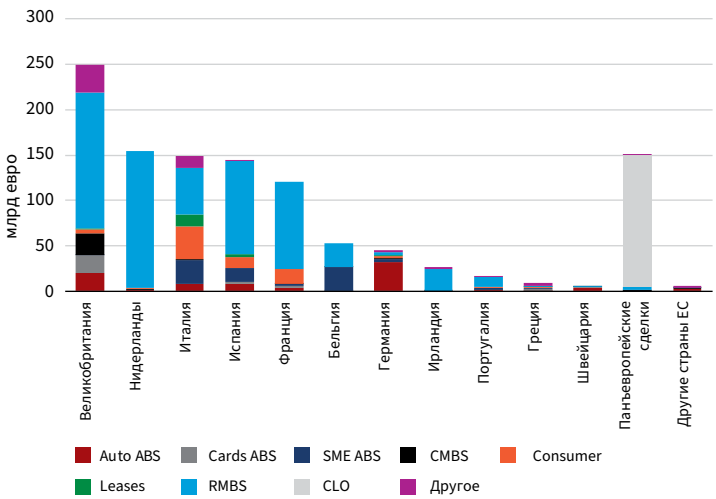
ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЯВЛЯЮТСЯ ИСТОЧНИКОМ ДОЛГОСРОЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ РЫНКОВ НЕДВИЖИМОСТИ

Обеспеченные облигации занимают крупнейшую долю рынка частных долговых обязательств в Европе, являясь важным источником финансирования европейских банков, особенно в сфере недвижимости, и служат надежным источником фондирования в периоды кризисов.

Рисунок 9
Объем обращающихся на рынках ЕС секьюритизированных ценных бумаг по странам по состоянию на III квартал 2020 г.

Примечание: последние доступные данные по CLO (в категории «Панъевропейские сделки») показаны на конец IV квартала 2019 г.

Источники: AFME, расчеты Moody's



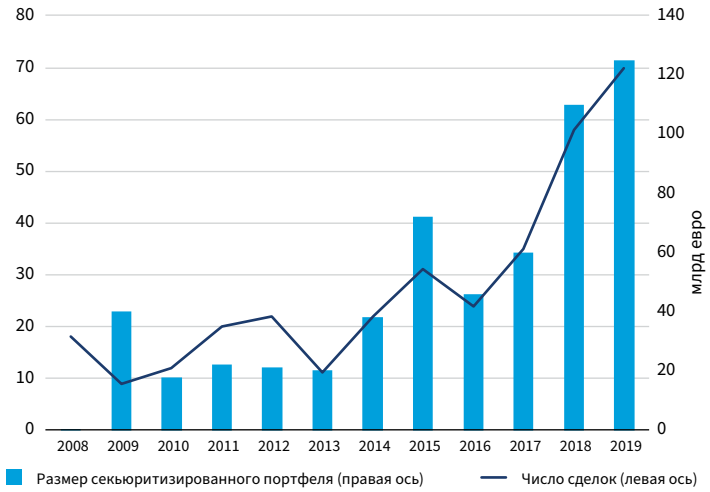


Рисунок 10
Объемы эмиссии синтетических секьюритизаций в ЕС после мирового финансового кризиса

Источник: Европейская комиссия

ЗНАЧИТЕЛЬНАЯ ЧАСТЬ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ СТРАН ЕС ФИНАНСИРУЕТСЯ ЗА СЧЕТ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

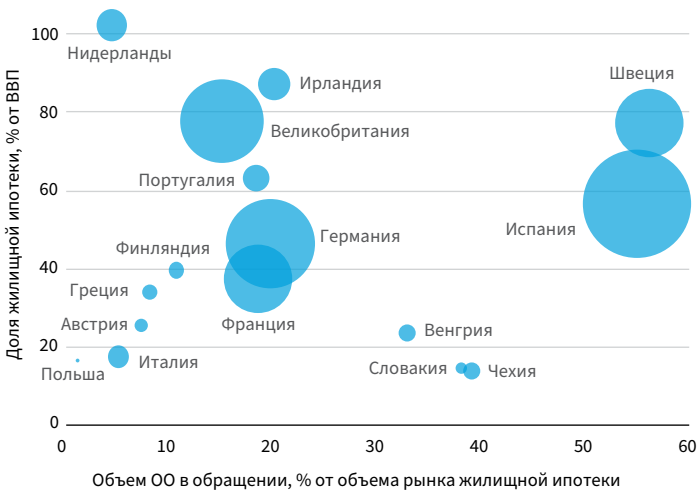
ОО играют важную роль в финансировании рынков недвижимости в регионе. Так, например, к концу 2019 года в девяти странах Европейского союза доля жилищных ипотечных кредитов, финансируемых за счет обеспеченных облигаций, превышала 25%. Тогда как в 2009 году число таких стран было всего пять (ср. Рисунки 11, 12). За это время объем обращающихся на рынках ЕС ипотечных ОО увеличился на 30%, что больше, чем 27%-ный рост задолженности по жилищной ипотеке. Наибольшее увеличение доли жилищных ипотечных кредитов, фондируемых с помощью ОО, произошло в Италии (рост с 5 до 45%), Австрии (рост с 7 до 43%) и Нидерландах (рост с 4 до 16%).

Показатели кредитного качества обеспеченных облигаций также способствовали повышению их значимости как источника фондирования в периоды кризисов. За период с 1997 по 2019 год было только 33 случая, ког-

Рисунок 11
Размер рынка ипотечных ОО (в % от рынка жилищной ипотеки) и рынка жилищной ипотеки (в % от ВВП) в 2009 г.

Примечание: размер круга отражает объем находящихся в обращении ипотечных ОО в евро

Источники: Moody's, European Mortgage Federation (EMF), Eurostat



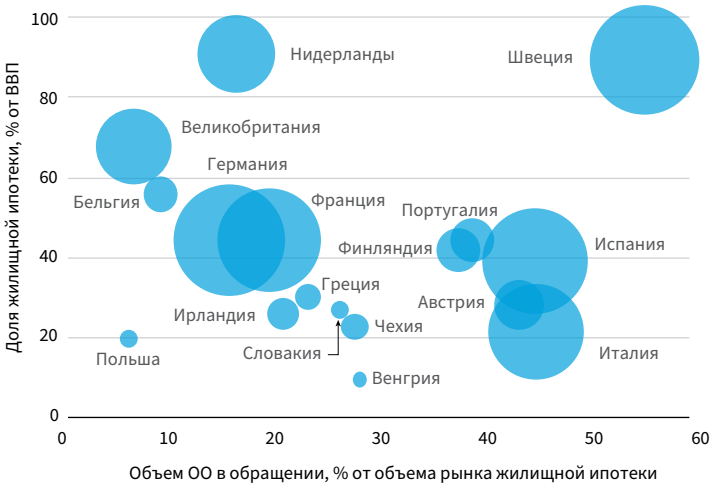


Рисунок 12
Размер рынка ипотечных ОО (в % от рынка жилищной ипотеки) и рынка жилищной ипотеки (в % от ВВП) в 2019 г.

Примечание: размер круга отражает объем находящихся в обращении ипотечных ОО в евро

Источники: Moody's, European Mortgage Federation (EMF), Eurostat

да банки — эмитенты обеспеченных облигаций объявляли дефолт по другим обязательствам, включая депозиты. При этом выплаты по обеспеченным облигациям во всех этих случаях происходили без просрочек[1]. Высокое кредитное качество ОО также способствует получению этим продуктом высокой системной поддержки со стороны регуляторов, в том числе нормативно-правовой. Этим объясняется значительный рост числа новых программ ОО[2], выпущенных во время финансового кризиса 2008 года и в последующие годы (Рисунок 13).

ЕВРОПЕЙСКИЙ РЫНОК ОО ХАРАКТЕРИЗУЕТСЯ БОЛЬШИМ ОБЪЕМОМ, И КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ ПРОДОЛЖАЕТ РАСТИ

Европейский рынок ипотечных ОО превышает свой секьюритизационный аналог — рынок ипотечных ценных бумаг (RMBS): на конец 2019 года объем находящихся в обращении ипотечных ОО составил около 1.7 трлн евро — против 619 млрд евро, находящихся в обращении RMBS. Рынок ипотечных ОО имеет широкий географический охват и включает в себя как развитые страны, например Германию с более чем 100-летней традицией выпуска пфандбрифов, так и молодые, развивающиеся рынки Восточной Европы. Однако только на пять крупнейших стран (Германия, Франция, Испания, Швеция, Италия) приходится 65% объема рынка, или 1.1 трлн евро, как показано на Рисунке 14.

ТРАНЗАКЦИИ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ВСЕ ЧАЩЕ ВЫПУСКАЮТСЯ С УЧЕТОМ ESG-КРИТЕРИЕВ

Вопросы экологической, социальной и корпоративной ответственности (ESG) в транзакциях структурированного финансирования были на повестке дня еще до пандемии. Теперь же распространение принципов ESG в структурированном финансировании должно еще более ускориться. Если посмотреть на цифры, мировой выпуск «экологичных» облигаций всех видов в 2020 году достиг рекордных $491 млрд. При этом доля ОО составляет 6% от находящихся в обращении «экологичных» облигаций[3], номинированных

[1] Подробнее см. Moody's Investors Service, Covered bonds — Global: Rating transition rates for covered bond deals, 1997–2019, 25.03.2020.

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

[3] Под «экологичными» облигациями мы понимаем «зеленые» и социальные бонды, то есть все инструменты, которые были выпущены с учетом ESG-принципов.

в евро. Секьюритизация же пока отстает от обеспеченных облигаций: на данный момент только несколько сделок на рынке секьюритизации были выпущены с учетом ESG-принципов.

Дальнейшему росту числа ESG-эмиссий на европейском рынке структурированного финансирования, вероятно, будет способствовать не только постоянно повышающийся спрос со стороны инвесторов, но и изменения в нормативно-правовой базе. Так, например, европейское постановление «О создании механизма содействия экологичным инвестициям»[1] закладывает основу для общеевропейской системы классификации, целью которой является стандартизация подхода к определению «экологически устойчивых» или «зеленых» видов экономической деятельности и связанных с ними инвестиций.

ЕВРОПЕЙСКИЕ ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ С МАРКИРОВКОЙ ESG УЖЕ НЕ РЕДКОСТЬ

За 6 лет, прошедших с момента появления первых ОО с ESG-маркировкой, 20 банков из 10 стран ЕС эмитировали такие бонды. К середине 2020 года их объем в обращении составил 21 млрд евро[2]. Наиболее активными эмитентами являются банки Франции, Германии, Норвегии и Испании. Примерно две трети всех ОО с ESG-маркировкой являются «зелеными» бондами, эмиссии которых обычно соответствуют добровольным международным стандартам, известным как Принципы «зеленых» облигаций ICMA[3]. Первый национальный стандарт «зеленых» ОО был введен в 2019 году Ассоциацией немецких банков — эмитентов пфандбрифов (Verband deutscher Pfandbriefbanken, VDP).

ЧИСЛО ТРАНЗАКЦИЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ, ОРИЕНТИРОВАННЫХ НА ESG, ОСТАЕТСЯ НА НЕЗНАЧИТЕЛЬНОМ УРОВНЕ

Европейский рынок сделок секьюритизации, ориентированных на ESG, все еще невелик по сравнению с рынком

[1] Имеется в виду Постановление Европейского парламента и Совета Европы Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment.

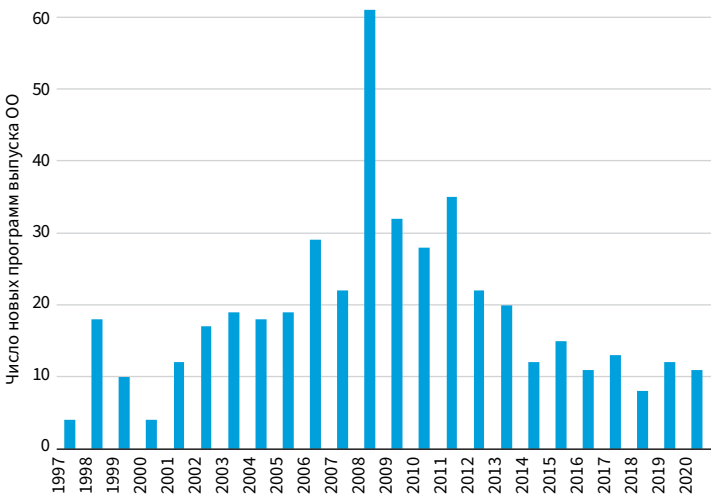
[2] По данным European Covered Bond Council (ECBC, см. European Covered Bond Fact Book 2020).

[3] Принципы «зеленых» облигаций (англ. Green Bond Principles, GBP) определяют критерии использования поступлений от размещения «зеленых» облигаций, процесс оценки и выбора проекта, управление средствами эмиссии и периодической отчетности. Подробнее см. The Green Bond Principles (GBP) 2018, International Capital Market Association (ICMA).

Рисунок 13
Годовое количество новых программ выпуска обеспеченных облигаций

Примечание: на графике представлено количество новых программ, выпущенные облигации которых получили рейтинг Moody's

Источник: Moody's



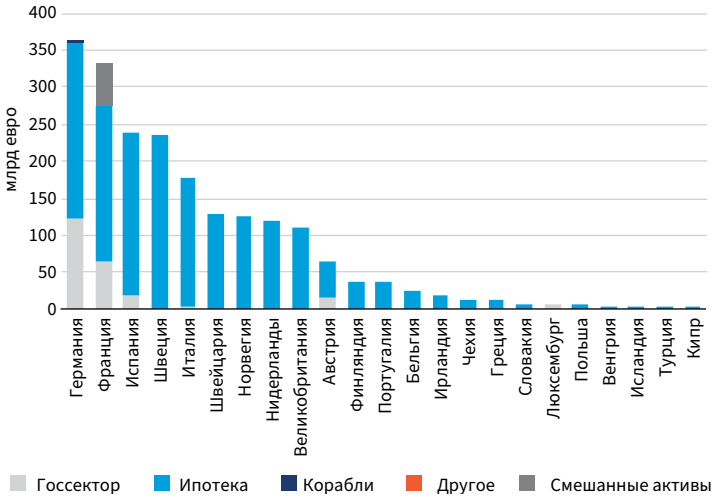


Рисунок 14
Объем находящихся в обращении обеспеченных облигаций и классы активов в массе покрытия

Примечание: по состоянию на конец 2019 г.

Источник: European Covered Bond Council (ECBC)

ОО или рынком секьюритизации США, где целые сектора рынка ABS являются экологически чистыми по своей сути, как, например, транзакции секьюритизации договоров лизинга солнечных батарей (Distributed solar ABS), а также транзакции, обеспеченные договорами финансирования проектов солнечной и ветроэнергетики для нужд коммунальных хозяйств (utilityscale solar and wind power project ABS).

На европейском рынке агентство Moody's присвоило рейтинг нескольким «зеленым» транзакциям ИЦБ (RMBS), включая серию «зеленых» ИЦБ под маркой Green STORM голландского оригинатора Obvion N.V., дочерней компании Rabobank. В феврале 2020 года Moody's присвоило рейтинг первой и пока единственной европейской сделке CMBS[1], которая была выпущена с учетом Принципов «зеленых» облигаций ICMA.

[1] Французская сделка CMBS: River Green Finance 2020 DAC.