Анне-Софи СПИРИТО,
вице-президент —
старший аналитик,
Moody's Investors Service

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

Облигации ESN — новый вид европейских облигаций, обеспеченных кредитами МСП

Европейские обеспеченные облигации (англ. European Secured Notes, ESN) — это новый вид ценных бумаг из класса обеспеченных облигаций (ОО)[1], масса покрытия которых будет состоять из кредитов, выданных субъектам малого и среднего предпринимательства (МСП). По мнению агентства Moody's, кредиты МСП являются более рискованными, чем жилищные ипотечные кредиты, обеспечивающие классические ОО. Однако ESN не обязательно будут более рискованными, чем обеспеченные облигации с ипотечным покрытием. Если в структуры ESN будут встроены необходимые меры защиты, они смогут снизить кредитные риски, характерные для кредитов МСП.

Инициатива создания нового вида ценных бумаг исходит от европейских политиков, которые считают, что введение ESN позволит диверсифицировать источники фондирования банков и в конечном итоге повысить возможности финансирования корпоративных клиентов банков, в особенности МСП. Концепция ESN первоначально была разработана в контексте Европейского союза рынков капитала

[1] Обеспеченные облигации (ОО, англ. covered bonds) — это облигации с «двойным регрессом» против эмитента и первоочередным правом на удовлетворение требований из массы покрытия. В русскоязычной литературе такие облигации еще называют балансовыми сделками секьюритизации активов, так как активы остаются на балансе кредитной организации — эмитента. Подробнее об ОО см.: Лассен Т. Преимущественное право инвесторов при банкротстве банка-эмитента ипотечных облигаций в Европе // Энциклопедия российской секьюритизации — 2014.

(European Capital Markets Union, CMU) еще в 2017 году, а Европейское банковское управление (European Banking Authority, EBA) и Европейская комиссия опубликовали свои рекомендации[1] и технико-экономическое обоснование[2] по ESN в 2018 году. Европейская Директива по обеспеченным облигациям[3], опубликованная в 2019 году, устанавливает, что Европейская комиссия должна продолжить оценку целесообразности создания законодательной базы для выпуска ESN и представить Европейскому парламенту и Совету Европы доклад о своих выводах, а также в случае необходимости и законодательное предложение. В 2020 году Европейская комиссия опубликовала новый План действий относительно CMU[4], где указано, что она продолжит оценку возможности введения ESN в качестве дополнительного инструмента с «двойным регрессом» и представит свой отчет к 8 июля 2024 года.

Пандемия коронавируса еще более подхлестнула интерес к ESN. Так, например, в сентябре 2020 года Европейский парламент попросил Европейскую комиссию ускорить внедрение ESN с целью поддержки финансирования восстановления экономики после пандемии[5]. А в апреле 2021 года Европейский совет по обеспеченным облигациям (European Covered Bond Council, ECBC)[6] опубликовал отчет под названием European Secured Notes (ESN) Blueprint[7], в котором приведено экономическое обоснование выпуска ESN, их соответствующие критерии приемлемости и структурные особенности.

КРЕДИТЫ МСП, КАК ПРАВИЛО, БОЛЕЕ РИСКОВАННЫ В ПЕРИОД ЭКОНОМИЧЕСКОГО СПАДА, ЧЕМ ЖИЛИЩНЫЕ ИПОТЕЧНЫЕ КРЕДИТЫ

Показатели долговых портфелей МСП носят проциклический характер. Поскольку заемщики МСП, как правило, нуждаются в финансировании оборотного капитала и капитальных вложениях, а значительная часть краткосрочного финансирования МСП обычно представлена банковскими кредитами, которые необходимо периодически рефинансировать, резкие экономические спады и кризисы кредитования повышают вероятность дефолта для таких заемщиков. Как показывает Рисунок 1, в 2007–2012 годах после мирового финансового кризиса в большинстве европейских стран значительно возросло число банкротств МСП[8], особенно в Испании.

В условиях пандемии коронавируса масштабная государственная поддержка позволила смягчить непосредственные негативные экономические последствия для МСП и, вероятно, отсрочить увеличение числа банкротств до 2022 года. Как показывает Рисунок 2, с начала 2020 года в большинстве европейских стран количество заявлений о банкротстве не увеличилось, а в большинстве случаев даже снизилось по сравнению с числом заявлений до начала пандемии. Исключением является Испания, где коронавирус сильно ударил по туристическому сектору.

Данные по просроченным кредитам также показывают, что во время экономических спадов кредиты МСП более рискованны, чем ипотечные жилищные кредиты.

---

[1] European Banking Authority (EBA): EBA report on the European Secured Notes (ESNS), 24 июля 2018 г.

[2] European Commission: Feasibility study on European secured notes, 12 октября 2018 г.

[3] Имеется в виду Директива ЕС 2019/2162 от 27 ноября 2019 года: О выпуске обеспеченных облигаций и государственном надзоре за обеспеченными облигациями и внесении изменений в Директивы 2009/65/EC и 2014/59/EU.

[4] European Commission: A Capital Markets Union for people and businesses — new action plan, 24 сентября 2020 г.

[5] European Parliament: Capital markets union — Economic and monetary affairs committee calls for an urgent completion, 11 сентября 2020 г.

[6] ECBC (ecbc.hypo.org) представляет собой общеевропейскую платформу для участников рынка (эмитентов, аналитиков, инвестиционных банков и рейтинговых агентств) для коммуникации и лоббирования вопросов, связанных с ОО.

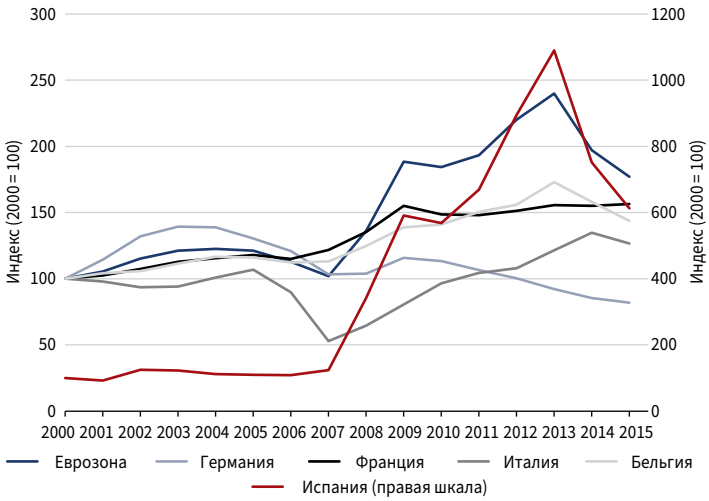
[7] https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/05/ECBC-ESN-Blueprint-April-2021.pdf.

[8] Здесь используются данные по нефинансовым корпорациям в качестве косвенного показателя, так как в количественном измерении МСП составляют бóльшую долю в общей совокупности таких предприятий.

Рисунок 1
Индекс неплатежеспособности* Euler Hermes для Западной Европы (2000 г. = 100)

Источник: Euler Hermes

* Индекс основан на данных по банкротствам нефинансовых корпораций.



Например, в итальянских транзакциях секьюритизации кредитов МСП (ABS)[1] уровень просрочки резко вырос во время рецессии, последовавшей за мировым финансовым кризисом, хотя во время пандемии коронавируса государственная поддержка позволила сдержать рост просрочек (Рисунок 3). В то же время уровень просроченных кредитов в итальянских сделках секьюритизации жилищной ипотеки (RMBS)[2], напротив, оставался в целом стабильным и на низком уровне как во время рецессии, последовавшей за мировым финансовым кризисом, так и во время пандемии. Это объясняется тем, что ипотечные жилищные заемщики в меньшей степени подвержены влиянию экономического цикла, чем субъекты малого и среднего предпринимательства. Пулы

[1] Сделки по выпуску ценных бумаг, обеспеченных финансовыми активами (англ. asset-backed securities, ABS).

[2] Сделки по выпуску ипотечных ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (англ. residential mortgage-backed securities, RMBS).

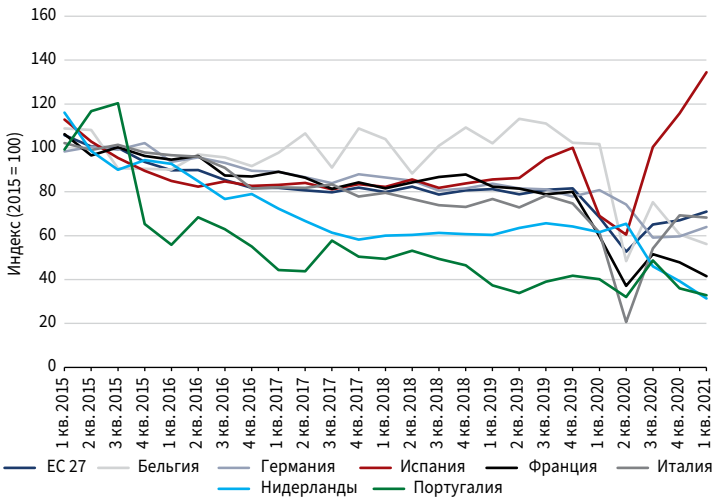


Рисунок 2
Индекс числа заявлений о банкротстве нефинансовых корпораций (2015 г. = 100)

Источник: Eurostat

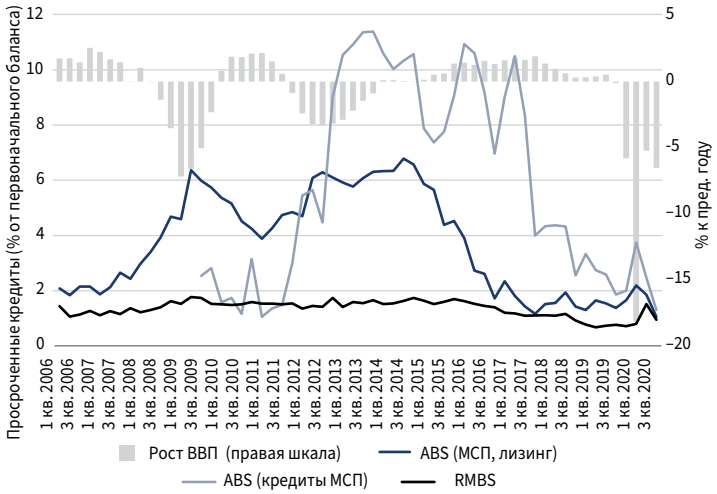


Рисунок 3
Уровень просрочки в итальянских сделках секьюритизации ABS (кредиты и лизинг МСП) и RMBS

Графики показывают общую просроченную задолженность в сделках секьюритизации ABS (кредиты и лизинг МСП), а также данные о просрочке свыше 90 дней в сделках RMBS.

Источники: Moody's Investors Service и Национальный институт статистики Италии

ипотечных жилищных кредитов также лучше диверсифицированы, чем пулы кредитов МСП, поскольку заемщики, как правило, работают в более разнообразных отраслях промышленности. Механизмы социальной защиты также могут поддерживать заемщиков жилищных ипотечных кредитов, например в случае потери работы.

ПОРТФЕЛИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ МСП БОЛЕЕ НЕОДНОРОДНЫ И БОЛЕЕ РИСКОВАННЫ, ЧЕМ ПОРТФЕЛИ ЖИЛИЩНЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

Кредитные портфели МСП, которые служат обеспечением в существующих сделках секьюритизации ABS и будут служить обеспечением в будущих структурах ESN, обычно представляют собой более широкий, неоднородный и рискованный набор активов, чем портфели жилищной ипотеки.

Портфели кредитов МСП значительно различаются по типам заемщиков как в отношении размера бизнеса (индивидуальные предприниматели, микропредприятия, малые и средние предприятия), так и в отношении возраста предприятия (устоявшиеся предприятия со значительным опытом работы или новые предприятия, находящиеся на стадии стартапа).

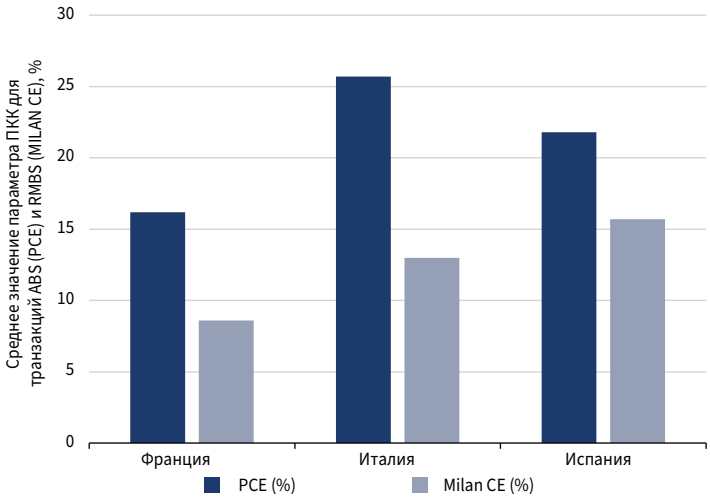
Кроме того, типы займов могут различаться по назначению кредита (финансирование оборотного капитала или долгосрочное финансирование зданий или оборудования), по видам кредитных продуктов (срочный кредит, револьверный кредит, лизинг, кредитная линия или овердрафт), а также по тому, являются ли они обеспеченными или необеспеченными и каков тип обеспечения (недвижимость или другие активы). Типы кредитов также различаются по степени старшинства (от старших до мезонинных), по способам погашения (амортизация с различной частотой платежей или единовременное погашение в конце срока кредита) и по жизненному циклу (новый кредит, рефинансирование или реструктуризация долга).

Об уровне риска говорит тот факт, что долговые обязательства МСП, как правило, имеют кредитное качество неинвестиционного уровня. Так, например, в выборке из 42 сделок секьюритизации кредитов МСП, закрытых в период с 2017 по 2021 год, первоначальная оценка[1] Moody's кредитного качества секьюритизированных портфелей соответствует уровню, эквивалентному рейтингу в диапазоне Ba3 для сделок из Франции и Германии, B1 для Италии и B2 для Испании. Учитывая более высокие риски активов, требуемая поддержка кредитного качества для портфелей МСП в сделках ABS (то есть модельный параметр PCE) в среднем выше, чем требуемая поддержка кредитного качества ипотечных портфелей

[1] То есть оценка на дату закрытия сделки.

Рисунок 4
Средний размер поддержки кредитного качества (ПКК), необходимый для достижения целевого рейтинга в сделках секьюритизации

Источник: Moody's Investors Service



в сделках RMBS (то есть модельный параметр MILAN CE)[1], как показано на Рисунке 4.

МЕТОДЫ СНИЖЕНИЯ РИСКОВ АКТИВОВ МСП ПРИ ВЫПУСКЕ ESN

Структурные защитные механизмы и критерии приемлемости могут снизить риски активов МСП для программ ESN. При наличии достаточных мер защиты для сделок ESN можно достичь уровня кредитного качества, аналогичного кредитному качеству облигаций с ипотечным покрытием.

СТАНДАРТНЫЕ МЕХАНИЗМЫ ПОВЫШЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

Самым распространенным механизмом повышения кредитного качества (ПКК) в сделках структурного финансирования является избыточное обеспечение (ОС)[2]. Этот механизм также можно использовать для снижения рисков активов МСП в сделках ESN.

В ABS-сделках секьюритизации активов МСП повышение кредитного качества для старшего транша достигается путем субординации младших траншей и создания резервного фонда. Общий уровень ПКК[3] для старших траншей в транзакциях ABS, обеспеченных активами МСП, обычно в два-три раза выше, чем общий уровень ПКК для старших траншей с таким же рейтингом в транзакциях RMBS, что отражает более высокие риски долговых портфелей МСП. Это показано в Таблице 1, где сравнивается средний размер ПКК для старших траншей с рейтингом на уровне странового потолка в транзакциях ABS и RMBS на ключевых европейских рынках.

КРИТЕРИИ ПРИЕМЛЕМОСТИ

В структурах ESN можно ввести определенные требования (критерии приемлемости) к активам, допущенным к добавлению в массу покрытия, с целью повышения диверсификации портфеля и установле-

[1] В моделях агентства Moody's, используемых для оценки кредитного качества портфелей активов, параметр ПКК определяет размер поддержки кредитного качества, необходимый для достижения целевого рейтинга. Параметр ПКК в сделках ABS обозначается как PCE (англ. Portfolio Credit Enhancement), а в сделках RMBS — MILAN CE (MILAN Credit Enhancement — по названию модели MILAN, используемой для анализа сделок RMBS).

[2] Под избыточным обеспечением понимается перепокрытие (англ. overcollateralisation, OC), то есть ситуация, когда сумма обеспечения (другими словами — масса покрытия) превышает сумму выпущенных обязательств.

[3] Общий уровень ПКК в классических транзакциях ABS и RMBS обычно равен сумме субординации (в процентах) и относительного размера резервного фонда. Например, если относительный размер старшего транша равен 90% и в сделке предусмотрен резервный фонд в размере 2.5%, то общий уровень ПКК (без учета избыточного спреда) будет равен 12.5%.

ния минимальных стандартов кредитного качества заемщиков. Строгие требования к массе покрытия ESN могут способствовать уменьшению размера поддержки кредитного качества, требуемого для достижения определенного целевого рейтинга.

Кроме того, поскольку масса покрытия обеспеченных облигаций обычно представляет собой динамический пул, в который эмитент может добавлять новые кредиты и убирать старые, то критерии приемлемости будут играть ключевую роль для гарантии того, что кредитное качество массы покрытия не упадет с течением времени.

ТРИГГЕРНЫЕ МЕХАНИЗМЫ

В структурах ESN можно также предусмотреть триггерные механизмы, которые обычно используются в сделках секьюритизации ABS, чтобы при возникновении неблагоприятных ситуаций ограничить размер потенциальных убытков для инвесторов. Такие механизмы запускают изменения в сделках структурированного финансирования, если происходят определенные события или определенные параметры сделки нарушают заранее установленные пороговые значения. Например, триггерные механизмы могут перенаправлять выплаты в пользу старших траншей, если совокупные показатели дефолта или просрочки по сделкам превышают установленный порог.

МЕХАНИЗМЫ ПРОДЛЕНИЯ СРОКА ПОГАШЕНИЯ

ESN подвержены риску рефинансирования[1], как и обычные обеспеченные облигации. Это риск того, что после дефолта эмитента администратору массы покрытия[2] необходимо будет продать часть или весь пул активов из массы покрытия по потенциально заниженной цене, поскольку естественной амортизации может не хватить для погашения основной суммы долга по выпущенным облигациям в установленный срок.

Риск рефинансирования будет выше для ESN, чем для облигаций с ипотечным покрытием, поскольку кредиты МСП обычно менее ликвидны, чем ипотечные кредиты.

Как и в случае с обычными ОО, для снижения риска рефинансирования ESN можно использовать механизмы продления срока погашения, такие как, например, мягкий режим с разовым погашением (Soft Bullet)[3] или условно-сквозной режим погашения (Conditional Pass-Through)[4]. Эти механизмы дают администратору массы покрытия больше времени для сбора поступлений от активов и, следовательно, помогают избежать срочной распродажи[5] массы покрытия.

---

[1] Риск рефинансирования возникает в случае дефолта эмитента в результате несовпадения сроков погашения активов и пассивов, когда естественная амортизация активов в массе покрытия может оказаться недостаточной для погашения основной суммы долга по выпущенным облигациям.

[2] Администратор массы покрытия обычно назначается регулятором для управления программой выпуска ОО после банкротства первоначального эмитента.

[3] Мягкий режим погашения подразумевает установленный порядок платежей с юридически закрепленным контрактом сроком погашения облигаций, но неуплата в юридически закрепленную дату погашения не является событием дефолта. Напротив, при неуплате в установленный срок включается так называемый период продления, который предоставляет больше времени (обычно не менее 12 месяцев) для погашения обеспеченных облигаций, устанавливая новую окончательную дату погашения. Невыплата в окончательную дату погашения приводит к дефолту и акселерации обеспеченных облигаций.

[4] В структурах с условно-сквозным режимом погашения так же, как и в мягком режиме, существует юридически закрепленный контрактом срок погашения облигаций. Так же, как и в мягком режиме погашения, невыплата долга в юридически закрепленную дату погашения не является событием дефолта, но при этом облигация переходит в так называемый сквозной режим (Pass-Through), когда окончательная выплата по облигациям отодвигается на более поздний срок и выплаты по облигациям производятся постепенно, по мере поступления средств из массы покрытия.

[5] В англоязычной литературе в таком случае говорят о так называемом риске пожарной распродажи (fire-sale risk), когда администратору необходимо срочно распродать активы, чтобы избежать дефолта по обязательствам. При срочной распродаже потенциальные покупатели активов могут потребовать предоставления значительной скидки, что может привести к убыткам по выпущенным облигациям.

Таблица 1
Средний размер ПКК* для старших траншей в транзакциях ABS и RMBS**
Источник: Moody's Investors Service

Страна	Страновой потолок	ABS (кредиты МСП), %	Prime RMBS, %
Франция	Aaa	22.7	11.8
Италия	Aa3	39.2	17.1
Испания	Aa1	20.1	17.4

* Среднее арифметическое общего размера ПКК на дату закрытия сделок (по состоянию на август 2021 г.).

** В таблицу включены данные всех активных по состоянию на август 2021-го сделок, получивших рейтинг Moody's в период 2017–2021 гг.

При этом необходимо отметить, что сроки погашения кредитов МСП, как правило, короче, чем у жилищных ипотечных кредитов, поэтому портфели МСП погашаются быстрее, что несколько снижает риск рефинансирования.

ХЕДЖИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ И ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ

Как и в классических программах выпуска ОО, в структурах ESN можно предусмотреть использование свопов для хеджирования процентных и валютных рисков. Эффективность процентных и валютных свопов будет зависеть от того, будет ли нормативно-правовая база по выпуску ESN допускать освобождение свопов от двусторонней обязанности предоставления гарантийного обеспечения (collateral posting), как это действует в случае с регулируемыми обеспеченными облигациями. В противном случае контрагенты по контрактам своп, скорее всего, будут расторгать контракт в случае дефолта эмитента, поскольку масса покрытия, скорее всего, не сможет служить источником гарантийного обеспечения по контракту своп.