



Андреа Морару • Яцек Кубас • Ивор Иштук

ВЫПУСКАТЬ ОБЛИГАЦИИ ИЛИ НЕ ВЫПУСКАТЬ? РЕФОРМИРОВАНИЕ СФЕРЫ ОБРАЩЕНИЯ БАЛАНСОВЫХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В СТРАНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

За последнее десятилетие балансовые обеспеченные облигации (*covered bonds* – это облигации, обеспеченные ипотечными и государственными кредитами) превратились, особенно для банков, в крупный источник привлечения средств долгосрочного фондирования. В 2014 году непогашенный объем балансовых обеспеченных облигаций в мире составил 2,5 млрд. евро¹. С точки зрения инвестора, эти облигации являются для него привлекательной инвестиционной альтернативой приобретению государственных облигаций, альтернативой, гарантирующей ему такой же уровень надежности, но при этом с чуть более высокой нормой доходности. Преимущества выпуска балансовых обеспеченных облигаций заложены в льготный режим их регулирования, предусмотренный Директивой о требованиях к капиталу и Директивой об организации и осуществлении деятельности страховых и перестраховочных организаций (Нормы платежеспособности II).



Балансовые обеспеченные облигации представляют собой долговые инструменты средней и длительной срочности. Они не являются секьюритизацией, хотя и обеспечиваются активами, и в течение более чем 250-летней истории их обращения в Европе невыполнения обязательств по ним установлено не было. Балансовые обеспеченные облигации составляют сердцевину финансовых традиций континентальной Европы, играя центральную роль в стратегиях привлечения средств финансирования и представляя собой эффективный способ фондирования ипотечных кредитов. Они характеризуются двойной защитой (двойное право регресса), которым наделяются держатели этих облигаций, обособлением активов, служащих обеспечением облигаций, в динамично управляемом пуле обеспечения и действием режимов строгого регулирования и надзора.

До 2008 года балансовые обеспеченные облигации не считались привлекательной темой для обсуждения в Лондонском Сити. Это объяснялось главным образом простотой их схемы, что сегодня стало их самым большим преимуществом. После разразившегося в 2008 году финансового кризиса и вызванного им подрыва доверия к ипотечным ценным бумагам/ценным бумагам, обеспеченным активами, стратегическое значение балансовых обеспеченных облигаций как инструмента привлечения долгосрочных средств фондирования было признано во всем мире. В настоящее время балансовые обеспеченные облигации играют важную роль на развитых рынках капитала, способствуя эффективному распределению капитала, а также, в конечном счете, экономическому развитию и выходу из экономического кризиса.

Эти преимущества и новые обстоятельства не могли остаться незамеченными властями стран операций ЕБРР. Признавая потенциальную ценность обеспеченных облигаций для банковского сектора стран операций (который зачастую зависит от поступления средств от материнских организаций) и развития в них рынков капитала, многие из стран операций ЕБРР начали «поднимать» тему балансовых обеспеченных облигаций. Они уже ввели в действие или в настоящее время работают над введением в действие и (или) обновлением содержания своего законодательства в сфере обеспеченных облигаций. На данном этапе новые законы, регулирующие эту сферу, уже приняты в Польше, Турции и Румынии, в то время как такие страны, как Хорватия, находятся в процессе введения в действие соответствующих законов, а в Венгрии уже действует требование



1



2



3

АВТОРЫ

1 АНДРЕА МОРАРУ
СТАРШИЙ БАНКИР
ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ
ОРГАНИЗАЦИЙ/СТРАХОВЫХ
И ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ
ЕБРР
Эл. почта: morarua@ebrd.com

2 ЯЦЕК КУБАС
ВЕДУЩИЙ ЮРИСТ
ОТДЕЛ РАЗВИТИЯ
НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ
И РЫНКОВ КАПИТАЛА
ЕБРР
Эл. почта: kubasj@ebrd.com

3 ИВОР ИШТУК
ВЕДУЩИЙ ЮРИСТ
ЕБРР
Эл. почта: istuki@ebrd.com

о том, что 15% объемов фондирования ипотечных кредитов должно быть обеспечено выпуском балансовых обеспеченных облигаций.

В настоящей статье мы рассматриваем законы, регулирующие сферу обеспеченных облигаций в странах операций ЕБРР, и приводим примеры из практики трех стран ЕБРР: а именно Польши, Румынии и Хорватии. Польша представляет собой интересный пример – это крупная страна с относительно хорошо развитыми рынками капитала, но без реально действующего рынка балансовых обеспеченных облигаций, что вызвано главным образом тем обстоятельством, что в ней единственными организациями, которым разрешается осуществлять эмиссию балансовых обеспеченных облигаций,

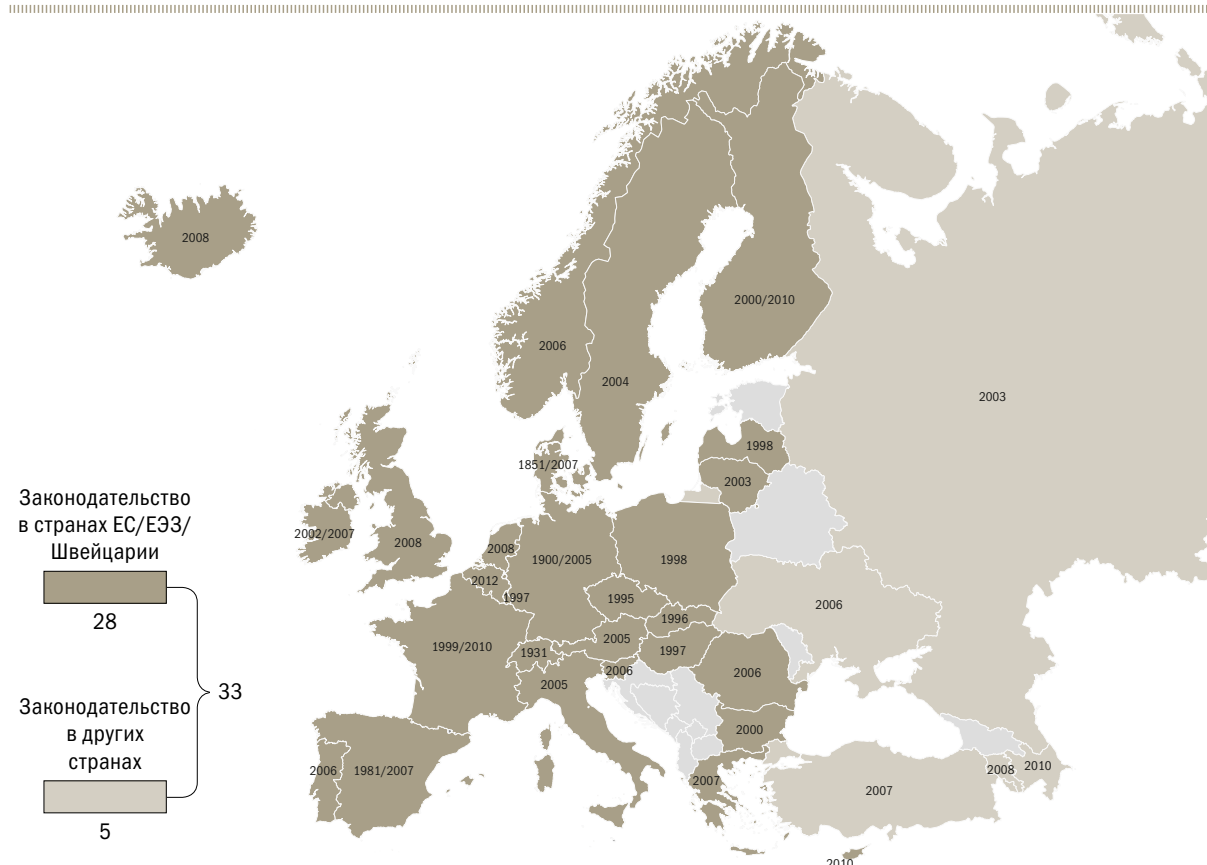
являются специализированные ипотечные банки. В Румынии балансовые обеспеченные облигации не выпускались с момента принятия в 2006 году Закона «О балансовых обеспеченных облигациях», который в настоящее время подвергается серьезному пересмотру в целях устранения проблем, возникших у заинтересованных эмитентов и потенциальных инвесторов. А Хорватия является одной из двух стран – членов ЕС, в которой пока еще отсутствует режим регулирования сферы балансовых обеспеченных облигаций.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИНСТРУМЕНТА «БАЛАНСОВАЯ ОБЕСПЕЧЕННАЯ ОБЛИГАЦИЯ»

Балансовая обеспеченная облигация – это прежде всего выпущенная банком долговая ценная бумага, внесенная в его баланс. Характерной особенностью балансовой обеспеченной облигации является предлагаемая инвесторам ее двойная защита (двойное право регресса) с помощью особого пула активов, служащих предметом обеспечения обязательств по погашению облигаций. Активы, которые могут входить в пул как предмет обеспечения, прописываются в национальном законодательстве (их определения в основном соответствуют перечню допустимых активов, приведенному в Регламенте требований

Балансовая обеспеченная облигация – это прежде всего выпущенная банком долговая ценная бумага, внесенная в его баланс.

ДИАГРАММА 1 СТРАНЫ, ГДЕ ПРИМЕНЯЮТСЯ ЗАКОНЫ О БАЛАНСОВЫХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЯХ



к капиталу, в котором конкретно перечисляются балансовые обеспеченные облигации, которые допускаются к преференциальной оценке весовых коэффициентов капитала для банков стран Евросоюза), а также являются объектом прямого и специального надзора, осуществляемого в целях защиты интересов держателей балансовых обеспеченных облигаций. К активам, которые, как правило, служат покрытием, относятся ипотечные и государственные кредиты. Рассматривались возможности включения в их категорию других активов, например, законодательством Турции предусматривается использование выданных малым и средним предприятиям (МСП) кредитов в качестве предмета обеспечения данных облигаций. Вместе с тем, по мнению Европейской службы банковского надзора (ЕСБН) и Европейского совета по обеспеченным облигациям, балансовые обеспеченные облигации должны обеспечиваться либо ипотечными, либо государственными кредитами, с тем чтобы не допустить обесценения бренда этого класса облигаций. В ходе работы над Союзом рынков капитала ЕС это нужно будет либо подтвердить, либо вновь вернуться к рассмотрению этого вопроса².

Стоит подчеркнуть, что балансовые обеспеченные облигации отнюдь не представляют собой какой-то экзотический финансовый инструмент и в обычных условиях делового оборота, с точки зрения их держателей, они мало чем отличаются от любых иных обеспеченных или необеспеченных облигаций, выпущенных той или иной кредитной организацией. Эмитент этих облигаций платит проценты и основную сумму их держателям таким же образом, как он это делает в отношении иных обеспеченных или необеспеченных облигаций.

Их ошибочная трактовка, получившая широкое распространение, как правило, в странах, где еще не разработаны законы или не сформированы рынки балансовых обеспеченных облигаций, вызвана тем, что их путают с различными другими схемами осуществления секьюритизации. В то время как схемы построения обоих видов инструментов могут в определенных ситуациях оказаться весьма схожими (в т. ч. при применении специального юридического лица или СЮЛ для создания и обособления пула, например, ипотечных кредитов как средства обеспечения облигаций и для выпуска облигаций), при анализе прав и обязанностей эмитентов и инвесторов схожесть этих инструментов заканчивается на уровне схем их построения, и дальше между ними начинают проявляться различия.

В отличие от секьюритизированной облигации балансовая обеспеченная облигация – это внесенное на баланс компании обязательство эмитента, подкрепленное специально созданным для этого предметом его обеспечения (пулом ипотечных кредитов), сформированным в интересах держателей облигаций. При применении схемы балансовых обеспеченных облигаций формирование пула активов и его обособление от конкурсной массы эмитента осуществляются исключительно в целях

В отличие от секьюритизированной

облигации балансовая обеспеченная

облигация – это внесенное на баланс

компании обязательство эмитента,

подкрепленное специально созданным

для этого предметом его обеспечения

(пулом ипотечных кредитов),

сформированным в интересах

держателей облигаций.

предоставления инвесторам гарантии возвратности вложенных ими средств в случае наступления несостоятельности эмитента, в то время как схема секьюритизации применяется в целях устранения рисков для эмитента (путем снятия их с баланса эмитента навечно). Балансовые обеспеченные облигации являются также инструментами «полного регресса», а это означает, что в случае задействования пула ипотечных кредитов в качестве обеспечения (при наступлении несостоятельности эмитента) активы пула будут опустошены еще до полного погашения выпущенных облигаций, а применительно к остаточной стоимости этих облигаций их держатели оказываются в положении *pari passu* с другими общими кредиторами несостоятельного эмитента, в то время как в случае типичной секьюритизации этого бы не произошло, поскольку в этой ситуации осуществить право регресса в отношении инициатора кредитования (оригинатора) было бы невозможно.

ПРЕИМУЩЕСТВА ПРИМЕНЕНИЯ БАЛАНСОВЫХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИКИ ПЕРЕХОДНОГО ТИПА

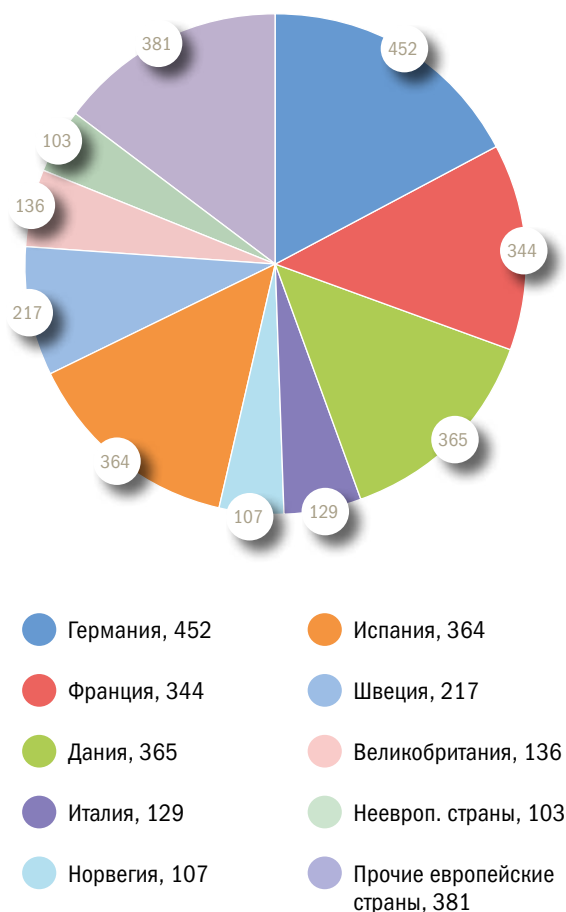
Балансовые обеспеченные облигации в перспективе могут дать ряд крупных преимуществ в развитии экономики переходного типа. Позволяя банкам финансировать долгосрочные активы затратноэффективным способом, причем с более точным соотношением со сроками данных активов (и, таким образом, устраняя риски появления пробелов в балансах) и относительным отсутствием их привязки к собственному кредитному рейтингу (что открывает доступ на рынки в условиях возникновения системных

стрессов), балансовые обеспеченные облигации способствуют стабилизации банковской системы. Это особенно проявляется в регионе стран операций ЕБРР, где банки очень часто прибегают к привлечению средств фондирования у своих материнских компаний, т.е. у итальянских или немецких банков. Венская инициатива II призывает к уменьшению объемов такого фондирования и поиску отечественных источников средств фондирования.

С учетом того обстоятельства, что эти балансовые обеспеченные облигации можно обеспечить портфелем высококачественных ипотечных активов, обычно с отношением размера кредита к стоимости актива на уровне 80% и с применением жестких норм контроля, они будут способствовать совершенствованию механизмов, инициирующих кредитование. Они не дают возможности инициатору кредитования переносить любой из кредитных рисков на третью сторону и, таким образом, стимулируют внедрение устойчиво и ответственно функционирующих процессов кредитования.

ДИАГРАММА 2

НЕПОГАШЕННЫЕ ОБЪЕМЫ БАЛАНСОВЫХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В МЛРД. ЕВРО



Многие из категорий отечественных инвесторов, например, страховые компании и пенсионные фонды, иногда могут оказаться в тисках узкого выбора активов с фиксированным доходом, и балансовые обеспеченные облигации могут стать для них жизнеспособной, стабильной, ликвидной и долгосрочной альтернативой в плане возможностей диверсификации как кредитных рисков, так и рисков утраты ликвидности.

Кроме того, балансовые обеспеченные облигации могут стать затратоэффективным источником поступления иностранных инвестиций, давая возможность национальным банкам привлекать иностранный капитал по сниженной стоимости и в перспективе в более крупных объемах, чем любые иные способы привлечения финансирования. В дополнение к созданию благоприятных условий для притока иностранных инвестиций в тех случаях, когда национальные банки привлекают средства на отечественных рынках, они неизбежно создают благоприятные условия для становления в своих странах ликвидных и высококачественных рынков капитала.

РЕЖИМЫ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ БАЛАНСОВЫХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ЕВРОПЕ

Схемы балансовых обеспеченных облигаций составляются согласно требованиям национальных законодательств. Законодательством ЕС не предусмотрено создание всеобъемлющего режима правового регулирования выпуска балансовых обеспеченных облигаций. Вместо этого в законодательстве ЕС прописаны определенные критерии (главным образом в Регламенте требований к капиталу, статья 129), а для инвесторов, приобретающих указанные выше облигации, установлены преференциальные нормативы осуществления капиталовложений в балансовые обеспеченные облигации, которые удовлетворяют этим критериям³.

В сентябре 2015 года Европейской комиссией для целей проведения консультаций был опубликован документ, в котором рассматривается возможность принятия в рамках инициативы по созданию Союза рынков капитала правового акта о балансовых обеспеченных облигациях с охватом им всего Евросоюза. Вместе с тем специфика положения в разных странах Евросоюза делает весьма маловероятной перспективу введения в действие такого нормативного акта в среднесрочном плане, а то и вообще.

Это происходит из-за того, что на территории ЕС балансовые обеспеченные облигации регулируются самым разным образом, а издержки, вызванные правовой неопределенностью и изменениями рыночной конъюнктуры, вероятно, перевесят преимущества унификации подхода к решению этого вопроса. В некоторых юрисдикциях эмитенты данных облигаций применяют положения договорного права и иные аспекты национальных правовых систем для составления схемы и организации конкретного

выпуска балансовых обеспеченных облигаций, добиваясь при этом, чтобы он отвечал минимальным из действующих в ЕС (если это актуально) или иным применяемым стандартам (чтобы инвестиционная операция отвечала установленным требованиям), а также оправдывала ожидания инвесторов. Выпуск балансовых обеспеченных облигаций на договорных началах и при отсутствии специальных правовых норм, регулирующих балансовые обеспеченные облигации, можно реально осуществить лишь в тех юрисдикциях, где определенные конкретные элементы, обычно присущие этому классу облигаций, надежно подкрепляются действующим законодательством и где накоплен обширный багаж правовой практики, подтверждающей возможность приведения таких схем в исполнение (например, в Англии и Уэльсе).

Большинство стран континентального права выступают за разработку специальных законодательных актов и правовых норм, регулирующих выпуск балансовых обеспеченных облигаций. Для этого, как правило, в интересах формирования режима правового регулирования этих облигаций необходимо провести ряд нормативно-правовых мероприятий. В первичном законодательстве обычно дается определение понятия «балансовые обеспеченные облигации» в рамках той или иной юрисдикции с изложением прав и обязанностей сторон по их выпуску; устанавливается модель структуры (схемы); устанавливаются надзорные и регулятивные функции, позволяющие регулятору принимать соответствующие постановления, и устраняются все имеющиеся препятствия на пути формирования выбранной схемы. В подзаконных актах, как правило, прописываются критерии, которые при их соблюдении обеспечивают соответствие выпускаемых балансовых обеспеченных облигаций желательным рыночным стандартам, служащим стимулами для привлечения инвесторов, например «формам передовой практики», как они определены ЕСБН в Европейском союзе. В дополнение к критериям соответствия установленным требованиям в постановлениях регулятора, как правило, прописываются пруденциальные правила защиты прав всех заинтересованных сторон и финансовая система в общем. Наконец, законодатель должен гарантировать правильность регулирования балансовых обеспеченных облигаций различными законами и подзаконными актами об инвесторах (например, законами о пенсионных фондах), т.е. отнесение этих облигаций к тому классу активов, который адекватным образом отражает низкую степень их риска и характеристики их ликвидности.

КАКИЕ МОДЕЛИ СТРАНЫ ОПЕРАЦИЙ ЕБРР ВЫБИРАЮТ ДЛЯ ВЫПУСКА БАЛАНСОВЫХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ?

Говоря в общем, в настоящее время в Европе применяются четыре модели составления схем эмиссии балансовых обеспеченных облигаций. В зависимости

от выбранной модели требуется провести анализ различных аспектов содержания национальных законов и, возможно, внести в них изменения, чтобы эти схемы работали на практике. Это включает такие вопросы, как передаваемость кредитных договоров, приведение переданных другим лицам ипотечных прав в принудительное исполнение, обособление пула ипотечных активов в случае несостоятельности эмитентов, признание прав на доверительное управление или формирование аналогичных схем агентских услуг, установление очередности удовлетворения требований и правил возможного зачета требований различных заинтересованных лиц и т.д.

При применении «балансовой модели» банки выпускают облигации, обеспеченные пулом активов, сохраняемых на балансе, но в «обособленном» (изолированном) от других кредиторов виде на случай наступления несостоятельности. Как правило, пул обеспечения заносится в так называемый «реестр обеспечения». В закон об общей несостоятельности вносятся изменения для учета особых прав кредиторов по балансовым обеспеченным облигациям в случае наступления несостоятельности, например, для защиты их интересов назначается одна из сторон и (или) в положения о процессе общей несостоятельности вносятся конкретные поправки. В некоторых юрисдикциях пул обеспечения приобретает юридическое лицо при наступлении несостоятельности. Эта модель часто применяется в тех случаях, когда в законодательство о несостоятельности можно внести соответствующие изменения в интересах четкого обособления активов и в порядке отступления от нормальных процессуальных положений о несостоятельности. Такая схема применяется, например, в Германии и Испании.

При применении «модели специального банка» выпуском облигаций занимается специальный банк, прошедший регистрацию и находящийся в 100-процентной собственности обычного коммерческого банка. Специальный банк регулируется и капитализируется как обычный банк, но его деятельность строго ограничена процессами инициирования выдачи отвечающих установленным требованиям активов (или их приобретением у его материнской организации), а фондирование происходит в форме выпуска балансовых обеспеченных облигаций. Как правило, избыточное обеспечение производится за счет поступления как капитала, так и субординированного кредита от материнской организации. Создание данной модели – дело более хлопотное, но она обеспечивает более высокую степень правовой определенности прав собственности на активы в тех случаях, когда внесение изменений в законодательство о несостоятельности сопряжено с трудностями.

При применении типовой модели СЮЛ банк производит выпуск необеспеченных облигаций. Параллельно с этим он обособляет пул обеспечения в защищенном от банкротства СЮЛ, которое выдает гарантию

производства платежей, причитающихся по данным облигациям. Пул обеспечения, который служит основой выдаваемой гарантии, строится на принципах возобновляемости входящих в него активов. Платежи производятся СЮЛ только в случае дефолта банка-эмитента по выпущенным им облигациям. Эта модель применяется, как правило, при наличии юридических технологий, позволяющих без труда осуществлять переход прав выгодоприобретателя по активам на СЮЛ.

При применении так называемой «агентской модели» группа банков имеет в своей коллективной собственности юридическое лицо, которое предоставляет им кредиты (или приобретает выпущенные ими облигации), обеспеченные пулом активов, и привлекает финансирование для приобретения этих облигаций на рынке их обращения. Эта простая модель применяется в ряде ее модификаций, ни одна из которых не получила широкого распространения.

Выбор той или иной модели в той или иной юрисдикции в конечном итоге обусловлен сочетанием ряда факторов, таких как сложившаяся правовая традиция, соответствие действующим нормам данной юрисдикции, обременительность внесения требуемых изменений в нормативно-правовую сферу, а также принципиальная позиция, занятая регулятором. В некоторых странах, например в Греции, даже дается возможность делать выбор из ряда моделей.

Как уже отмечалось, помимо выбора модели схемы и пересмотра правовых норм, чтобы они отвечали ее применению, законодатель и (или) регулятор также обязаны составить набор постановлений, в которых будут прописаны банковские активы, допускаемые к внесению в пул активов, служащих обеспечением

(например, ипотечные кредиты, кредиты малым и средним предприятиям и т.д.). В этих постановлениях также нужно прописать так называемые критерии соответствия установленным требованиям с указанием минимальных пределов отношения суммы кредита к стоимости актива⁴, методики расчета стоимостной ценности активов в пуле⁵, частотности и методики переоценки их стоимости, обращения с обесцененными активами и т.д. К другим аспектам, подлежащим регулированию, относятся меры смягчения кредитных рисков⁶, требования к смягчению рыночного риска путем заключения договоров о свопах ценных бумаг, наличие и характеристики замещающих активов, различные правила составления отчетности для регулятора и инвестора, требования к получению разрешительных документов и решений, а также правила ведения мониторинга.

В любом случае конечная цель введения или изменения законодателем нормативно-правовой базы, регуливающей балансовые обеспеченные облигации, должна заключаться в создании такого режима, который будет гарантировать, что указанные облигации, выпущенные согласно этим правилам, удовлетворяют запросы инвесторов с точки зрения рыночных соображений (их ликвидности, стабильности, прозрачности), а также с точки зрения нормативных требований к капиталу (привилегированный режим).

ПОДДЕРЖКА ЕБРР КУРСА РЕФОРМ В СФЕРЕ БАЛАНСОВЫХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ЕБРР активно участвует в процессах развития в странах своих операций рынков размещения балансовых обеспеченных облигаций. Он оказывает поддержку этим процессам, применяя для этого весь имеющийся у него инструментарий: i) диалог с государственными ведомствами стран, ii) техническое сотрудничество и iii) инвестиции. С точки зрения переходного процесса ЕБРР считает, что развитие рынков обращения балансовых обеспеченных облигаций сулит двойную выгоду: это способствует развитию на местах рынков капитала путем расширения диапазона имеющихся сегодня методов их финансирования, а также стабильному и ответственному кредитованию жилья.

В следующем разделе этой статьи мы рассмотрим новые моменты, появившиеся в области действующих в странах операций ЕБРР законов в сфере балансовых обеспеченных облигаций, на примере трех юрисдикций ЕБРР, которые относительно недавно уже взяли или в настоящее время берут курс на реформирование своих систем правового регулирования сферы балансовых обеспеченных облигаций и в которых ЕБРР играет роль консультанта. Этими странами являются Польша, Румыния и Хорватия.

ЕБРР активно участвует в процессах развития в странах своих операций рынков размещения балансовых обеспеченных облигаций. Он оказывает поддержку этим процессам, применяя для этого весь имеющийся у него инструментарий: диалог с государственными ведомствами стран, техническое сотрудничество и инвестиции.

ПОЛЬША

В силу действия различных факторов созданный в Польше рынок обращения балансовых обеспеченных облигаций так и не получил дальнейшего развития, несмотря на сложившуюся там благоприятную рыночную конъюнктуру. Это вызвано действием главным образом двух факторов: i) устареванием нормативно-правовой базы (Закон «Об ипотечных облигациях и ипотечных банках» от 1997 года) и ii) применением модели балансовых обеспеченных облигаций, согласно которой выпускать обеспеченные облигации разрешалось/разрешается только ипотечным банкам, в то время как более 95% ипотечных кредитов предоставлялись не ипотечными, а универсальными банками. Действующая в стране нормативно-правовая база нуждалась в обновлении и приведении в соответствие с международными стандартами. Объемы непогашенных балансовых обеспеченных облигаций в Польше были ниже этих показателей в Венгрии и в соседних Словакии и Чехии. В целях создания данного рынка его участники, Министерство финансов и ЕБРР совместно разработали новую нормативно-правовую базу для регулирования сферы балансовых обеспеченных облигаций в Польше.

В результате проведенной ими работы в стране появилось новое законодательство, регулирующее сферу балансовых обеспеченных облигаций. 24 июля 2015 года парламентом Польши была одобрена поправка к действовавшему в стране правовому акту в области регулирования балансовых обеспеченных облигаций – Закону «Об ипотечных облигациях и ипотечных банках». В законодательство Польши по вопросам несостоятельности (банкротства) также были внесены изменения, которые вступили в силу 1 января 2016 года и позволят значительно увеличить объемы выпуска в Польше балансовых обеспеченных облигаций, поскольку последние представляют собой более перспективный для банков способ наращивания базы их долгосрочного фондирования. Указанные изменения, кроме того, стали первыми в Европе, предусматривающими использование так называемой «сквозной» системы (суть которой будет разъяснена более подробно ниже).

Как уже указывалось, балансовые обеспеченные облигации в Польше разрешается выпускать только специализированным ипотечным банкам (в настоящее время лицензией на это обладают всего лишь три из них), из которых только два банка реально выпускают обеспеченные облигации (Pekao Bank Hipoteczny SA и mBank Hipoteczny SA). Банк PKO Bank Hipoteczny является самым молодым из ипотечных банков, но он планирует выпустить свою первую партию балансовых обеспеченных облигаций в начале 2016 года.

В 2016 году ситуация с выпуском в Польше балансовых обеспеченных облигаций, как ожидается, будет меняться в связи с эталонным выпуском новых для Польши облигаций, номинированных в злотых и евро, а также в связи с подачей новыми обеспеченными



банками заявок на получение лицензий для совершения таких операций.

Изменения в законодательстве Польши о балансовых обеспеченных облигациях по-прежнему составлены в довольно традиционной форме. Разработанное под влиянием немецкого законодательства законодательство Польши предусматривает возможность обеспечения облигаций этого класса ипотечными кредитами или заимствованиями государственного сектора. Ипотечные кредиты, выданные населению, могут служить залоговым обеспечением облигаций этого класса в максимальном размере до 80% стоимости предмета обеспечения в виде недвижимости (отношение суммы кредита к стоимости актива). Применительно к ипотечным кредитам, выдаваемым не населению, отношение размера кредита к стоимости актива

составляет 60%. Ипотечным банкам не разрешается инициировать выдачу или получение балансовых ипотечных кредитов с отношением размера кредита к стоимости актива на уровне более 100%. Предметом обеспечения таких облигаций в государственном секторе могут быть заемные средства, выданные или гарантированные центральными органами государственной власти или центральными банками стран – членов Европейского союза, либо Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), за исключением тех стран, которые в настоящее время находятся в процессе реструктуризации своей внешней задолженности или завершили ее в последние пять лет. Доля замещающих активов, которые могут состоять из средств в денежной форме, депозитов в центральных банках или заемных средств государственного сектора, которые можно использовать в качестве обычного обеспечения, ограничены максимальным пределом в 15% объема обеспечения, необходимого для покрытия непогашенных балансовых обеспеченных облигаций. В пул активов, используемых в целях обеспечения, можно также вносить производные финансовые инструменты, применяемые для целей хеджирования.

Органом финансового надзора Польши должен быть назначен независимый контролер состояния пула обеспечения по каждому эмитенту балансовых обеспеченных облигаций. Главная задача этой контролирующей инстанции заключается в обеспечении соблюдения эмитентом требований к покрытию, предусмотренных режимом правового регулирования сферы балансовых обеспеченных облигаций. Кроме того, согласно нынешним требованиям этого режима регулирования, номинальный минимум собственного капитала эмитента должен составлять 10%. Это минимальный предел, и банки, рассчитывающие повысить свой рейтинг, должны будут соблюдать прогнозируемые требования рейтинговых агентств, которые могут установить нормативы собственного капитала эмитента на уровнях от 20% до 30%. Общий номинальный объем непогашенных балансовых обеспеченных облигаций не должен превышать сорокакратного объема собственного капитала эмитента.

Что происходит при наступлении несостоятельности ипотечного банка и что такое так называемая сквозная система?

При наступлении несостоятельности эмитента облигаций пула обеспечения и балансовые обеспеченные облигации снимаются с его баланса и поступают в распоряжение управляющего, назначаемого судом по делам о несостоятельности и представляющего права держателей данных облигаций. Сроки погашения всех этих непогашенных облигаций автоматически продлеваются на 12 месяцев. Продолжается уплата процентов по непогашенным балансовым обеспеченным обязательствам, как это конкретно прописано

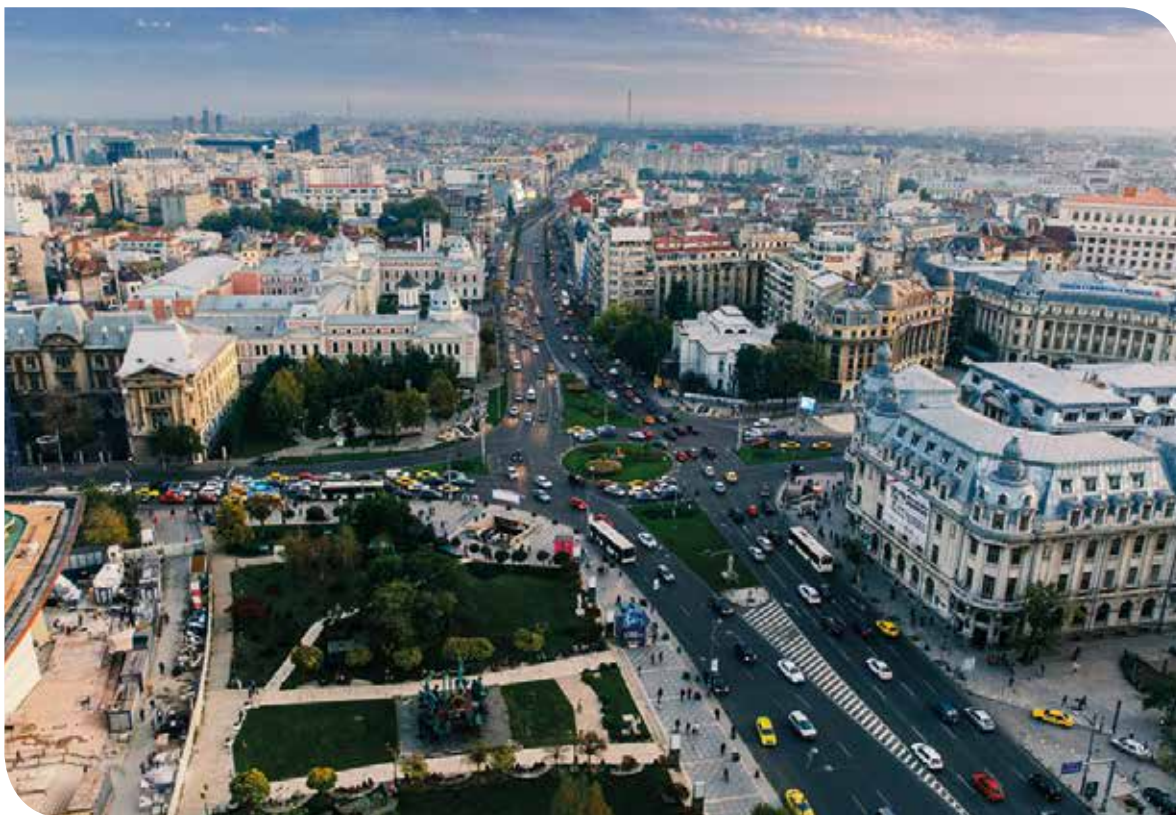
в условиях и положениях, касающихся данных облигаций.

В трехмесячный срок с момента объявления несостоятельности эмитента облигаций управляющий по делам о несостоятельности проводит проверку остатка средств в пуле обеспечения для определения того, достаточны ли объемы пула обеспечения для удовлетворения всех требований, вытекающих из наличия непогашенных балансовых обеспеченных облигаций. Если проверка дает положительный результат, проводится проверка на ликвидность пула обеспечения для определения того, достаточен ли его объем для удовлетворения всех требований, вытекающих из наличия непогашенных балансовых обеспеченных облигаций с продленными сроками их погашения. Если проверка на ликвидность также дает положительный результат, требования держателей балансовых обеспеченных облигаций удовлетворяются согласно предусмотренным для этого положениям и условиям с учетом автоматического продления сроков погашения этих облигаций на 12 месяцев. В последующем проверки на ликвидность проводятся каждые три месяца, а проверки остатков средств в пуле – раз в шесть месяцев.

При отрицательных результатах проведенной проверки на ликвидность сроки погашения всех непогашенных балансовых обеспеченных облигаций продлеваются на три года после наступления установленной даты погашения последнего из находящихся в пуле активов. Держателям балансовых обеспеченных облигаций производятся выплаты в соразмерных суммах по сквозной системе. То же самое применяется в случае, если проверка остатка средств в пуле активов дает отрицательный результат. Предусмотрена возможность созыва собраний держателей облигаций для вынесения большинством в две трети голосов решения о необходимости ликвидации пула активов и распределения полученной выручки среди держателей балансовых обеспеченных облигаций вместо выплаты им сумм по сквозной системе.

В дополнение к этому выпускаемые в Польше балансовые обеспеченные облигации отвечают требованиям статьи 52(4) Директивы об обязательствах по коллективному инвестированию в обращающиеся ценные бумаги и Регламента требований к капиталу, приведенным в статье 129. Таким образом, выпускаемые в Польше обеспеченные облигации могут быть отнесены к преференциальной категории весовых коэффициентов риска согласно указанному Регламенту.

Что касается повышения рейтинга, то, как считают крупнейшие рейтинговые агентства, новая нормативно-правовая база должна предусматривать более высокие уровни максимального повышения рейтингов по сравнению с действующими сегодня максимальными уровнями их повышения на две–три степени. 2016 год может стать годом балансовых обеспеченных облигаций, выпускаемых в Польше.



РУМУНИЯ

В целях создания законодательной базы, отвечающей нормам передовой практики, в сентябре 2015 года парламентом Румынии был принят новый закон о балансовых обеспеченных облигациях. Этот новый Закон заменил закон № 32/2006, который страдал массой недостатков и так и не нашел применения. В этом новом законе: i) определение понятия «балансовые обеспеченные облигации» соответствует положениям законодательства ЕС, в том числе положениям Директив о требованиях к капиталу и об обязательствах по коллективному инвестированию, а также ii) прописаны базирующиеся на нормах «передовой практики» рекомендации об осуществлении банковского надзора в формулировках, опубликованных Европейской службой банковского надзора. Как ожидается, на выпускаемые в Румынии балансовые обеспеченные облигации не будет распространяться действие положений о вовлечении держателей облигаций (bail-in) в процессы реструктуризации долговых обязательств и финансового оздоровления банков⁷ согласно Директиве о восстановлении платежеспособности и финансовом оздоровлении банков по аналогии с тем, как это делается в других странах – членах Европейского союза.

Согласно этому новому закону, коммерческие банки Румынии получили возможность выпускать балансовые обеспеченные облигации, обеспеченные

Согласно этому новому закону, коммерческие банки Румынии получили возможность выпускать балансовые обеспеченные облигации, обеспеченные пулом выданных коммерческим организациям и населению ипотечных кредитов, которые обособляются от баланса банка при наступлении его несостоятельности.

пулом выданных коммерческим организациям и населению ипотечных кредитов, которые обособляются от баланса банка при наступлении его несостоятельности. Данная схема обеспечивает инвесторам двойную систему защиты их интересов: во-первых, они наделяются правом регресса применительно к эмитенту облигаций и, если эмитент утрачивает возможность исполнять взятые им обязательства по выпущенным обеспеченным

облигациям, инвесторы получают доступ к потоку наличности, поступающей от ипотечных кредитов. Организацией, отвечающей за регулирование балансовых обеспеченных облигаций и надзор за ними, в том числе в вопросах дефолта эмитента после выпуска облигаций, а также за составление проектов подзаконных актов, выступает Национальный банк Румынии.

В новом законе прописаны специальные нормы, нацеленные на уменьшение сумм обеспечения и степени риска рефинансирования, хотя в зависимости от механизмов хеджирования рисков, инвесторы, вкладывающие средства в балансовые обеспеченные облигации, по-прежнему могут быть подвержены действию курсовых рисков.

В то время как при расчете размеров обеспечения максимальная величина отношения суммы кредита к стоимости актива при выдаче ипотечных кредитов населению установлена на уровне 80% (60% применительно к объектам недвижимости коммерческого назначения)⁸, рассматривается возможность установления размеров обеспечения ипотечного кредита на уровне всего лишь 60% рыночной стоимости недвижимости. Это дополнительно введенное требование усиливает защиту интересов инвесторов, поскольку оно защищает их от падения рыночной стоимости объектов недвижимости. В этих условиях эмитентам облигаций нужно будет вносить в пул активов дополнительные объемы ипотечных кредитов, с тем чтобы получить положительные результаты проверок на надежность этих пулов. Еще одно положение, нацеленное на снижение степени риска обеспечения, связано с требованием к эмитенту облигаций вносить в пул активов и держать там только работающие кредиты (с просроченностью не более 15 дней)⁹, что намного улучшает положение дел по сравнению с предыдущим законом (в котором допускалась просроченность кредитов свыше 60 дней) и дает дополнительную защиту инвесторам в случае ухудшения макроэкономической ситуации. В новом законе прописаны положения, защищающие инвестора от риска ликвидности. Установленный законом минимальный объем собственного капитала составляет 2% в чистой приведенной стоимости, но с помощью программы выпуска балансовых обеспеченных облигаций собственный капитал можно задействовать в более крупных объемах¹⁰. Эмитенты обязаны представить доказательства, что они смогут выполнить данные требования в условиях кризиса. В дополнение к наличию у эмитентов минимальных объемов собственного капитала от них потребуются пройти проверку на соблюдение сроков погашения обязательств. Эмитенты должны обеспечить, чтобы в течение следующих 180 дней разница между входящими и исходящими потоками наличности в ежедневном режиме покрывалась имеющимися ликвидными активами¹¹. В целях дальнейшей защиты от риска ликвидности закон разрешает составлять схему выпуска балансовых обеспеченных облигаций по принципу условной сквозной системы или «мягкой пули», устраняя, таким образом, возможность

автоматического предъявления долга эмитента облигаций к досрочному погашению при наступлении несостоятельности эмитента.

В законе не прописаны какие-либо минимальные требования, относящиеся к курсовым рискам, которые могут угрожать возникновением у инвесторов валютных рисков. Эмитентам облигаций разрешается вносить в пул обеспечения производные финансовые инструменты, но выбор наиболее эффективно функционирующей схемы остается за эмитентом.

ХОРВАТИЯ

В настоящее время в Хорватии отсутствует специальный режим регулирования балансовых обеспеченных облигаций, что создает непреодолимые препятствия для потенциальных эмитентов этих облигаций, поскольку такие типовые элементы, как обособление и перевод находящихся в пуле обеспечения или обособление имущества при наступлении несостоятельности эмитента, действующей сегодня в стране нормативно-правовой базой не предусмотрены. В результате инкорпорирования в законодательство страны законодательства ЕС некоторые из разделов законодательства Хорватии действительно содержат упоминание балансовых обеспеченных облигаций или ссылки на них¹², но без определения этого понятия и формирования всеохватывающей нормативно-правовой конструкции. Одновременно с этим, как представляется, участники рынка стали обращать внимание на возможность выпуска в стране балансовых обеспеченных облигаций и (или) вложения в них капитала, а также занялись анализом такой возможности.

Именно поэтому правительство Хорватии решило принять закон о балансовых обеспеченных облигациях, с помощью которого можно будет устранить возникшие узкие места и ввести в действие положения о введении минимальных нормативов согласно критериям соответствия установленным требованиям, прописанным в Регламенте требований к капиталу.

Согласно первоначальным планам правительства страны, выпускаемые в Хорватии балансовые обеспеченные облигации будут представлять собой долговые ценные бумаги, выпускаемые обычными коммерческими банками и обеспечиваемые пулом кредитов, в котором кредиты обеспечены ипотекой без перехода прав собственности на залогодержателя или передачей доверенному лицу прав собственности на недвижимость заемщика (ипотека с переходом права собственности на залогодержателя).

Как представляется, в случае с Хорватией предпочтение будет отдано схеме внесения балансовых обеспеченных облигаций в баланс, поскольку данная модель устраняет необходимость в официальной передаче кредитов, процесс которой в условиях местной специфики будет довольно

затруднен. Необходимость в передаче будет возникать только в случае дефолта банка-эмитента (или вероятности наступления дефолта), что может произойти только в исключительных обстоятельствах. С этой точки зрения данная модель представляется самой простой в плане ее применения и требует самого минимума мероприятий. В дополнение к этому, с точки зрения инвесторов, данная модель вполне четко подразумевает, что всю полноту ответственности за показатели функционирования этих облигаций несет банк-эмитент облигаций, и этот факт нельзя упускать из виду в законах развивающихся стран о балансовых обеспеченных облигациях. Вместе с тем даже при применении этой относительно однозначной схемы был выявлен ряд проблем, являющихся крупными или потенциальными камнями преткновения, проблем, которые предстоит решать в интересах создания эффективно функционирующего правового поля для выпуска балансовых обеспеченных облигаций в Хорватии.

В нынешней правовой обстановке определенные требования работников обанкротившегося банка, требования центрального банка страны, обеспеченные вклады и требования агентства по страхованию вкладов имеют очередность удовлетворения выше очередности удовлетворения требований держателей облигаций при наступлении

несостоятельности эмитентов этих облигаций. Таким образом, понадобится формирование новой нормативно-правовой базы, содержащей четко и конкретно сформулированные правила, предусматривающие обособление активов пула для отделения их от остальной конкурсной массы эмитентов, чтобы избежать коллизии требований со стороны этих категорий кредиторов. В частности, новый режим регулирования должен быть сформирован с учетом вынесенных ЕСБН рекомендаций об осуществлении банковского надзора на принципах «передовой практики», а также требований, изложенных в статье 52(4) Директивы об обязательствах по коллективному инвестированию, которой при наступлении банкротства эмитента предписывается направлять активы пула в первую очередь на погашение тела облигаций и уплаты накопившихся процентов по ним.

В целях сохранения пула обеспечения в рабочем состоянии и дальнейшего обслуживания облигаций после наступления несостоятельности их эмитента в любых новых законодательных актах необходимо устранить имеющиеся сегодня правовые препятствия путем применения простого и однозначного метода передачи активов из пула обеспечения облигаций управляющему, что станет правовой и эффективно функционирующей системой защиты от претензий



других необеспеченных кредиторов, а также возможностью обращать взыскание на предмет обеспечения в случае дефолта заемщиков – участников пула активов, служащих обеспечением.

В дополнение к этому функционирование действующего сегодня режима правового регулирования, как представляется, чревато риском возникновения задержек с производством платежей по обеспеченным облигациям в условиях несостоятельности их эмитента (объявление моратория на производство платежей или принятие аналогичных мер), в том числе в условиях финансового оздоровления банка, когда агентство по страхованию вкладов в целях защиты обеспеченных (застрахованных) вкладов имеет право осуществлять передачу таких вкладов, выступающих обеспечением в портфеле обеспечения, без передачи других активов, прав и обязательств, или передавать, конвертировать активы в денежной форме, права и обязательства без передачи вкладов другим лицам. В новом законодательстве следует пояснить, что меры, принятые в рамках действия режима финансового оздоровления банка, не должны быть препятствием на пути производства платежей держателям облигаций из средств пула активов, служащих обеспечением. Помимо решения проблем очередности удовлетворения требований из средств пула обеспечения, новое законодательство должно также ограничить или запретить производство зачетов, возможности для которых в настоящее время имеются у заемщиков по входящим в состав пула кредитам в целях удовлетворения их требований к эмитенту облигаций. Как вариант, в новом законодательстве необходимо предусмотреть модель формирования избыточного обеспечения, в которой этот риск производства зачетов будет учтен в достаточной мере.

В дополнение к правилам, создающим благоприятные условия для выпуска балансовых обеспеченных облигаций и введения системы правовой защиты прав держателей этих облигаций в Хорватии, также потребуются прописать права и обязанности управляющего пулом активов, служащих

- 1 Источник: Европейский совет по обеспеченным облигациям.
- 2 http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/index_en.htm (по состоянию на 12 января 2016 года)
- 3 Положения, относящиеся к регулированию обеспеченных облигаций в Европейском союзе, можно найти также и в других нормативных актах ЕС, например в статье 52 Директивы 2009/65/ЕК от 13 июля 2009 года, в которой прописаны инвестиционные лимиты и критерии приемлемости обязательств по коллективному инвестированию капитала в обращающиеся ценные бумаги.
- 4 Согласно Регламенту ЕС о требованиях к капиталу (575/2013), этот максимум составляет 80%.

- 5 Например, рыночная стоимость, стоимость привлечения ипотечных кредитов и т.д.
- 6 Как правило, путем отдачи распоряжений о замене обесценившихся активов и создании избыточного обеспечения.
- 7 Директива ЕС о восстановлении платежеспособности и финансовом оздоровлении банков (2014/59/ЕС) принята в рамках ряда проведенных ЕС реформ в банковской сфере в интересах преодоления финансового кризиса и закладывает базовый режим оздоровления терпящих крах финансовых организаций. Для этого она дает регуляторам набор инструментов, включая право реструктуризации долга, предусматривающее вовлечение держателей облигаций в процессы их списания и (или) конвертации) (bail-in) определенных долговых обязательств в собственный капитал организации, терпящей финансовый крах.

обеспечением, установить нормы отчетности и критерии соответствия установленным требованиям согласно упомянутому выше Регламенту требований к капиталу и внедрить режим надзора.

В целях функционирования режима целевого надзора за обращением балансовых обеспеченных облигаций Национальный банк Хорватии должен быть наделен правами на осуществление этого надзора. Если это будет сделано в соответствии с нормами передовой практики ЕСБН, потребуется получение в компетентной инстанции разрешения на реализацию данным эмитентом программы выпуска балансовых обеспеченных облигаций в соответствии с четко сформулированными и в достаточной мере детально прописанными критериями получения такого разрешения, а также в целом с разъяснением обязанностей и прав компетентной инстанции. Предстоящий год будет многообещающим в плане разработки в Хорватии программы выпуска балансовых обеспеченных облигаций и развития в стране рынка капитала в целом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как представляется, балансовые обеспеченные облигации в настоящее время приобретают все больше популярности в регионе операций ЕБРР, что нашло свое отражение в активизации законотворческой деятельности в различных странах его операций. Развитие рынка обращения балансовых обеспеченных облигаций сулит много выгод, которые можно в целом разбить на три основные категории в зависимости от их эмитентов, инвесторов и (или) системной перспективы.

Применительно к финансовым организациям эти облигации являются действенным источником привлечения долгосрочных средств фондирования по обоснованной стоимости их приобретения, что может привести к удешевлению для приобретателей из числа физических лиц стоимости приобретаемых ими ипотечных кредитов. В средне- и долгосрочных планах балансовые обеспеченные облигации оказывают

свое влияние на развитие первичного рынка ипотечного кредитования, поскольку критерии гарантированного размещения этих ценных бумаг требуется привести в соответствие с передовыми международными стандартами, что сулит выгоду приобретателям этих бумаг из числа физических лиц. В конечном итоге, первичный рынок ипотечного кредитования будет функционировать более устойчиво.

Применительно к инвесторам эти инструменты обеспечивают им оптимальную защиту, поскольку их обращение осуществляется под контролем регулятора и рейтинговых агентств. Многие из отечественных инвесторов, находящихся сегодня в тисках относительно узкого выбора активов, дающих им фиксированный доход, таким образом получают в свое распоряжение ценный инструмент диверсификации как кредитных рисков, так и рисков ликвидности. Как ожидается, балансовые обеспеченные облигации должны в будущем стать ликвидными и долгосрочными финансовыми инструментами с высоким рейтингом, приемлемыми для применения пенсионными фондами и страховыми компаниями на местах.

Кроме того, балансовые обеспеченные облигации способствуют развитию рынков капитала на местах, поскольку эти финансовые инструменты будут котироваться на местных биржах и облегчать процессы создания ликвидных, высококачественных рынков облигаций.

Как свидетельствуют все эти характеристики обеспеченных облигаций в сочетании с благоприятной рыночной конъюнктурой для развития рынка размещения этих облигаций, на вопрос, поставленный в начале настоящей статьи, возможный ответ – положительный. Да, безусловно, «эти облигации нужно выпускать».

- 8 Статья 18/4 нового закона о балансовых обеспеченных облигациях.
- 9 Статья 18 (1) (f) нового закона о балансовых обеспеченных облигациях.
- 10 Статья 13 (1) нового закона о балансовых обеспеченных облигациях.
- 11 Статья 13 (4) нового закона о балансовых обеспеченных облигациях.
- 12 Инвестиционные фонды открытого типа, предусмотренные Законом «О размещении ценных бумаг путем открытой подписки»; Закон «О финансовом оздоровлении»; различные подзаконные акты о нормативах достаточности капитала кредитных организаций и инвестиционных компаний.

