



Концепцията за развитието на „висококачествената“ („квалифицирана“) секюритизация в контекста на изграждането на съюз на капиталовите пазари в Европа

ас. д-р Ваня Иванова
УНСС – София

Въведение

През февруари 2015 г., Европейската комисия (ЕК) представи дългоочаквания план за насърчаване на финансирането на реалната икономика и икономическия растеж в Европа чрез създаването на съюз на капиталовите пазари на 28-те страни-членки. Публикуваната Зелена книга относно изграждането на този съюз цели стимулиране на дебата за мерките, необходими за идентифициране и отстраняване на препятствията пред създаването на интегриран капиталов пазар в Европа. Секюритизацията на активи¹ заема важно място в този проект – развиването на пазар на висококачествени продукти на секюритизационната технология се разглежда като важен градивен елемент на този съюз, който може да допринесе за постигането на приоритетната цел на ЕК - връщане към

¹ Секюритизацията на активи е финансова технология, при която финансови активи („базисни активи“) на даден инициатор (първоначален кредитор) (и/или кредитен риск, свързан с тези активи) се прехвърлят на трети лица, в частност (при традиционната и някои форми на синтетична секюритизация) - чрез икономическа единица със специална инвестиционна цел (ДСИЦ), което финансира покупката им чрез емисия на ценни книжа, паричните потоци по които зависят от доходността на активите (ЦКБА).

устойчив икономически растеж и създаване на работни места. Заедно със Зелената книга бе публикуван консултативен документ на ЕК относно създаването на рамка на ЕС за т.нар. висококачествена („проста, прозрачна и стандартизирана“) секюритизация, чрез който бяха инициирани консултации, целящи разработването на предложения за насърчаването на тази категория секюритизации и активизиране на силно засегнатия от глобалната финансова криза европейски секюритизационен пазар. Този документ е част от поредицата, публикувани през последните две години, документи и изявления на централни банки, надзорни органи и други европейски институции и представители на частния сектор, призоваващи за предприемане на нужните мерки за възстановяване на секюритизацията в ЕС. Подчертавайки значимостта на насърчаването на алтернативни форми на финансиране, в т.ч. на секюритизацията, като допълнение към доминиращото в Европа банково финансиране и предпоставка за осигуряването на повече инвестиции за бизнеса, ЕК отбелязва, че това "не е връщане към лошите стари дни на пазара на високорискови ипотeki". В работната програма за 2015 на ЕК бе обявено предстоящото разработване на рамка за висококачествената секюритизация, а в Инвестиционния план за Европа, представен от ЕК през ноември 2014 г., създаването на устойчив пазар на тази категория секюритизации, без повторение на грешките, направени преди кризата, се посочва като една от петте приоритетни области за действие в краткосрочен план. Идеята, заложена в основата на концепцията за висококачествената секюритизация, е да се стимулира емитирането на секюритизационни инструменти и инвестициите в тях, като се осигурят високи стандарти, правна сигурност, съпоставимост и прозрачност, и се предотврати приложението на разпространените преди кризата в някои сегменти на секюритизационния пазар проблемни практики, допринесли за пораждането на кризата.

1. Ползи от възстановяването на европейския секюритизационен пазар

Макар че една от основните цели на изграждането на съюз на капиталовите пазари в



ЕС е диверсифицирането на източниците на финансиране за европейската икономика в посока засилване на небанковото финансиране, ЕК подчертава, че целта е допълване на ролята на банките, а не тяхното изместване, затова банковата система ще продължи да изпълнява основна роля при финансирането на икономическите агенти в Европа. Очакванията са банките, като кредитори на значителна част от икономиката и посредници на капиталовите пазари, да се възползват от по-задълбочената интеграция на единния пазар на капитали, което би означавало редуциране на бариерите пред трансграничните инвестиции и увеличаване на сделките на местните пазари и в ЕС. В този смисъл, мерки като създаването на рамка за „висококачествената“ секюритизация биха могли да насърчат кредитната активност на банките - инициатори, насочена към реалната икономика, тъй като секюритизационната технология позволява прехвърляне на кредитен риск от банките към инвеститори на капиталовите пазари. В документите на ЕК (ЕК (2015) се признава, че секюритизацията на активи е основен елемент на добре функциониращите финансови пазари и добре структурирана, може да бъде важен канал за диверсификация на източниците на финансиране, по-ефективно разпределение на кредитния риск във финансовия сектор и осигуряване на допълнителни възможности за инвестиции. Секюритизацията е от особено важно значение за изграждането на съюз на капиталовите пазари в ЕС: разумно регулирана и провеждана, тя може да изпълнява ролята на свързващо звено между балансите на банките (и небанковите финансови институции и търговските предприятия) и капиталовите пазари, осигурявайки на банките механизъм за редуциране на ливъриджа и прехвърляне на част от кредитния риск, на небанковите институции – разностраннообразяване на източниците на финансиране, а на инвеститорите – висококачествени инвестиционни активи с атрактивни доходности и рисков и матуритетен профил, съобразен с техните потребности. Приложението на секюритизационната технология може да допринесе за подобряване на ефективността на банките и финансовата система като цяло, като по този начин генерира косвени ползи за бизнеса и домакинствата (в т.ч. под формата на по-добри лихвени условия по

предоставяните кредити).

Слабите резултати по отношение на управлението на кредитния и ликвидния риск, регистрирани в определени подсектори на секюритизационния пазар допринесоха значително за пораждането на глобалната финансова криза. Последиците от срива на кредитното качество и ликвидността на емитираните в САЩ ценни книжа, базирани на високорискови жилищни ипотечи и използваните за препакетирането им обезпечени дългови облигации (CDO) за разпространението на тази криза са добре документирани (Gorton, Metrick (2010), Caprio, Demirgüç-Kunt, Kane (2010), Brunnermeier (2012) и др.). Макар че някои подсектори на глобалния секюритизационен пазар регистрираха слабо представяне, други останаха стабилни дори при крайно неблагоприятни обстоятелства като тези по време на кризата. С изключение на обезпечените дългови облигации (CDO), и в частност тези, използвани за пресекюритизиране на други ЦКБА (много от които – с експозиции към пазара на високорискови ипотечи в САЩ) и ценните книжа, базирани на търговски ипотечи, секюритизационният пазар в Европа реализира много ниски нива на неизпълнение в периода на кризата и след нея². Независимо от това, отсъствието на достатъчно прозрачност относно параметрите на различните структури и класове активи доведе до това, целият секюритизационен сегмент на капиталовия пазар да бъде възприеман като непрозрачен, сложен и характеризиращ се с изкривяване на стимулите, а негативните възприятия, свързани

² Кумулативното ниво на неизпълнение по ЦКБА, емитирани в Европа, за периода от началото на глобалната финансова криза (средата на 2007 г.) досега, възлизат средно на 0,6%-1,5% (в зависимост от проучването), при средно 9,3%-18,4% за ЦКБА, емитирани в САЩ. Европейските ценни книжа, базирани на жилищни ипотечни кредити, вземания по кредитни карти и др. потребителски кредити (съставляващи преобладаващата част от ЦКБА на европейския пазар) реализират нива на неизпълнение, по-ниски от 0,2% за посочения период. За сравнение, нивата на неизпълнение в сектора на ценните книжа, базирани на жилищни (в т.ч. високорискови и алтернативни (Alt-A)) ипотечи в САЩ надхвърлят 20%. В Европа, високи нива на неизпълнение са регистрирани при пресекюритизиращите обезпечени дългови облигации (40,4%), чийто относителен дял в европейския секюритизационен пазар, обаче, е много нисък (под 2%), и при ценните книжа, базирани на търговски ипотечи (9,9%), което се дължи до голяма степен на типичната за тях трансформация на падежи (техният относителен дял в европейския пазар е под 10%).



с класовете ЦКБА с проблематично представяне, да се разпространят и към продукти, които показаха добри резултати.

Глобалната финансова криза имаше тежки последици за секюритизационните пазари. Емисионните обеми се понижиха рязко, като емисиите на определени, особено сложни и непрозрачни продукти, като арбитражните синтетични обезпечени кредитни облигации (CLO) и обезпечените дългови облигации, използвани за пресекюритизиране на траншове от други обезпечени дългови облигации (CDO²) не бяха подновени и е малко вероятно да бъдат, поради липсата на търсене и рестриктивното регулаторно третиране. За възстановяването на европейските пазари не помогнаха няколкото вълни от нови регламенти в рамките на широкообхватната реформа на регулаторната рамка на секюритизацията след кризата, които като цяло направиха приложението на последната по-малко привлекателно за инициаторите и инвеститорите. Капиталовите изисквания за инвестиции в ЦКБА на банките и застрахователите бяха повишени и независимо от частичното им редуциране при последните изменения на регламентите Базел III и Платежоспособност II, остават много повисоки, отколкото е оправдано от ниските исторически нива на неизпълнение в повечето сегменти на секюритизационния пазар, което ги превръща в сериозен възпиращ фактор за тези инвестиции. От гледна точка на инициаторите, признаването за регулаторни цели на т.нар. значително прехвърляне на кредитен риск (което е необходимо условие за реализиране на една от основните ползи от секюритизацията - освобождаването на капитал) стана много трудно; инициаторите следва да съблюдават и определени изисквания за задържане на минимална рискова експозиция в секюритизациите, както и множество, често припокриващи се, изисквания за оповестяване на информация. Независимо от това, че осигуряването на алтернативен източник на финансиране е основен мотив за използването на секюритизация (Agostino, Mazzucca (2008), Cardone-Riportella, Samaniego-Medina, Trujillo-Ponce (2010)), основна предпоставка за активизиране на секюритизационната дейност на банките - инициатори (и оттам – на кредитирането на реалната икономика) е възстановяването на функциите на

секюритизацията като инструмент за прехвърляне на риск. Поради своята сложност, в качеството си единствено на механизъм за финансиране, секюритизацията на активи обикновено е по-скъпа от алтернативни такива механизми като емисиите на покрити облигации. Секюритизацията може да се конкурира с тях, само ако нейната цена отчита икономията на разходи, постигната чрез освобождаването на регулаторен капитал. Ето защо, трудностите при признаването за регулаторни цели на значително прехвърляне на кредитен риск и съществуващите несъответствия между отделните юрисдикции в това отношение на този етап ограничават стимулите за секюритизация за инициаторите в Европа. Редица други законодателни инициативи, които не са насочени специално към секюритизацията, също се отразяват негативно на нейното използване. В контекста на това твърде консервативно регулаторно третиране, както и предвид въздействието на фактори като недостатъчната база инвеститори и достъпа на банките – потенциални инициатори до евтини алтернативни източници за финансиране, като количествените улеснения на ЕЦБ, е обяснимо, че възстановяването на европейския секюритизационен пазар протича бавно. По данни на Асоциацията за финансовите пазари в Европа (AFME (2015)), обемът ЦКБА, емитирани на този пазар през 2014 г. е 216,5 млрд. евро, което представлява нарастване с 19,8% спрямо 2013 г., след пет поредни години понижение в този обем; за сравнение, през 2007 г. този обем е бил 477,6 млрд. евро. Инициаторите продължават да задържат голяма част от новите емисии ЦКБА (64% през 2014 г.), с цел използването им като обезпечение при репо операции с централни банки, а доверието на инвеститорите все още не е напълно възстановено.

2. Концепцията за „висококачествената“ („квалифицирана“) секюритизация

Съществено различаващите се резултати, реализирани в различните сегменти на секюритизационния пазар (по класове активи и региони), доведоха до разбирането, че регулаторният подход, налагащ уеднаквено третиране на различните ЦКБА, вече не е подходящ, тъй като това третиране е твърде



толерантно за определени, високо рискови трансакции и необосновано консервативно за простите като структура, стандартни и прозрачни продукти. Идеята за диференцирането на този пазар чрез обособяването на категорията „висококачествена“ секюритизация (отговаряща на определени стандарти за прозрачност, простота, сравнимост) с цел възстановяване на пазара на продуктите, представили се добре по време на кризата, бе лансирана първо от секюритизационната индустрия, под формата на независимата инициатива „Първокласни обезпечени ценни книжа“ (PCS). Целта на тази инициатива, създадена през 2012 г., е да се идентифицират най-добрите пазарни практики в областта на секюритизацията и се удостовери наличието на проста и прозрачна структура и качествен пул от базисни активи при ЦКБА, обозначени с едноименната квалификация. Междувременно, като реакция на бавните темпове на следкризисното икономическо възстановяване в Европа, редица европейски институции и международни организации публикуваха консултативни документи, в които се посочва, че слабата активност на европейския секюритизационен пазар е една от бариерите за генериране на икономически растеж, което налага предприемането на адекватни мерки за неговото възстановяване. Такива изявления и документи, съдържащи предложения за стандарти за диференцирането на този пазар, бяха публикувани последователно от ЕЦБ и Английската централна банка (BoE, ECB (2014)), Европейския банков орган (ЕВА (2014)), Базелския комитет за банков надзор и Международната организация на комисиите по ценни книжа (BCBS, IOSCO (2015)). Изразената от тези институции подкрепа за концепцията, първоначално обозначавана като такава, отнасяща се за "висококачествената" секюритизация (която предполага разграничаване на ЦКБА с различно качество на базата на класа активи), впоследствие се измести към разбирането, че това разграничаване следва да се прави под формата на по-неутрални рамки, които не предполагат специфично ограничаване на риска или определено ниво на качество на базисните активи (и, макар че все още няма консенсус по този въпрос, че въпросната категория следва да

се обозначава като "квалифицирана" или „проста, прозрачна и стандартизирана“ (STS) секюритизация).

Създаването на регулаторна рамка за висококачествените или квалифицирани секюритизации се разглежда като важна стъпка към преодоляването на недостатъците и рисковете, наблюдавани на секюритизационния пазар по време на финансовата криза и в частност, сложността и непрозрачността на определени продукти, както и агентския и моделен риск. Разработването на общи критерии за дефиниране на квалифицираните секюритизации като минимум ще се противопостави на негативните възприятия за този инвестиционен клас след кризата и ще спомогне за възстановяването на доверието на инвеститорите. Използвана за по-добро разграничаване на качеството на различните секюритизационни продукти, една такава рамка може да допринесе за осигуряване на благоприятна регулаторна среда и равнопоставеност между ЦКБА и други сравними форми на инвестиции, подобряване на чувствителността към риска на приложимите спрямо ЦКБА капиталови изисквания и други регулаторни стандарти и намаляване на зависимостта на инвеститорите от оценките на рейтинговите агенции.

Основното приложение на категорията „квалифицирана“ секюритизация, след като бъдат разработени критериите за нейното дефиниране, е свързано с потенциално благоприятно регулаторното третиране на съответните продукти от гледна точка на капиталовите изисквания за инвестиции в тях. Първата стъпка в това отношение беше направена през 2013 г., когато Европейският орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (ЕОЗППО) въведе разграничение между секюритизациите тип А (висококачествени) и тип Б (други) в рамките на Директивата Платежоспособност II и съответните, свързани с инвестициите в тези категории продукти, капиталови разходи за (пре)застрахователните предприятия. Очаква се подобен подход да бъде приложен и по отношение на капиталовите изисквания за банките след приемане на разработваните понастоящем критерии за идентифицирането на „квалифицираните“ секюритизации, а критериите, заложили в посочения регламент за



(пре)застрахователните предприятия да бъдат преразгледани с цел хармонизирането им с тези общи критерии. На този етап отсъства яснота за степента на потенциалното редуциране на капиталовите изисквания за инвестиции в ЦКБА от категорията "квалифицирана" секюритизация на банките, но становището на Европейския банков орган е, че ревизираното регулаторно третиране на "квалифицираната" секюритизация следва да ограничи отсъствието на неутралност на капиталовите разходи, което е един от основните недостатъци на актуалната секюритизационната рамка на Базел III. Макар че е малко вероятно капиталовите изисквания за секюритизиращи експозиции да станат идентични на тези при директно инвестиране в съответните базисни активи, необосновано голямата разлика между тези изисквания вероятно ще бъде съществено редуцирана. Това би било значителен напредък, доколкото високите капиталови разходи за секюритизиращи експозиции на банките (които са основните инвеститори на европейския пазар), в сравнение с тези за базисните активи, както и за подобни като рисков профил дългови инструменти като покритите облигации, са една от основните бариери за възстановяване на европейския пазар. Индикации за положителни развития в това отношение се съдържат в решението на БКБН, взето през 2014 г., след завършване на работата по критериите за дефиниране на квалифицираните секюритизации, да бъде разгледан въпросът за тяхното отразяване в капиталовата рамка Базел III, както и в анонса на ЕБО и ЕК за възможно приемане на специфичен за Европа подход относно капиталовите изисквания за инвестициите на банките в продукти на квалифицираната секюритизация. По-благоприятното третиране от гледна точка на регулаторния капитал е основното, но не единствено потенциално регулаторно предимство за тази категория секюритизации. През 2014 г., с делегиран акт на ЕК бе внесено изменение в регламента за коефициента на ликвидно покритие (LCR) на банките, съобразно което относително широка гама ЦКБА, разглеждани (за целите на този регламент) като висококачествени (отговарящи на съответни критерии за допустимост), ще бъдат включвани в ликвидните буфери на банките, изисквани с цел подобряване на

устойчивостта им на ликвиден риск в краткосрочен план. Очакванията са, след приемане на критериите за дефиниране на „квалифицираната“ секюритизация, правилата за включване на ЦКБА в ликвидните буфери на банките по посочения регламент да бъдат приведени в съответствие с тези общи критерии, евентуално след включването на специфични допълнителни изисквания. Такива промени се очаква да бъдат внесени и в изискванията за задържане на кредитен риск, което ще понижи риска от неспазване на регулаторните правила от инвеститорите (касаещи отговорностите на последните във връзка с проверката за съответствие с изискванията за задържане), и така ще се улесни инвестирането в инструменти на квалифицираната секюритизация.³

3. Критерии за идентифициране на „квалифицираната“ секюритизация

Основният въпрос, стоящ на дневен ред във връзка с практическото приложение на разглежданата концепция, е постигането на приемлива дефиниция на категорията „висококачествена“ („квалифицирана“) секюритизация, като отправна точка за което могат да послужат критериите, предложени в предприятиите до момента инициативи в това отношение или приложими в рамките на съществуващи пазарни стандарти. Както беше посочено, през последните две години бяха публикувани редица консултативни документи по този въпрос от европейски институции и международни организации. Алтернативно решение представляват критериите за допустимост на обезпеченията, приемани при кредитните операции на ЕЦБ и други централни банки, критериите, използвани за идентифициране на висококачествените („тип А“) секюритизации в рамките на Директивата Платежоспособност II, както и тези, разработени в рамките на инициативата „Първокласни обезпечени ценни книжа“. Тези предложения съдържат различни като брой, принцип на категоризиране и степен на

³ Съобразно приложимите в ЕС правила за задържане на риск при секюритизация, инвеститорите в ЦКБА имат отговорността да гарантрат, че изискването за задържане на нетен икономически интерес от инициаторите е удовлетворено; при неспазване на това изискване се налага значително допълнително капиталово изискване за съответната инвестиция.



детайлност критерии за идентифициране на квалифицираните секюритизации, но основните принципи и критерии са много близки. Начинът на формулиране на тези предложения предполага, че пакетът от критерии, който ще бъде приет, следва да има модулен характер, което би позволило неговото приложение за множество различни цели, като в зависимост от предназначението на тази квалификация, вероятно ще е необходимо надграждане на основните критерии с допълнителни такива: например, характеристиките, позволяващи прилагане на специфични капиталови изисквания за квалифицираните секюритизации, може да се различават от тези, необходими за включването на последните в ликвидните буфери на банките. Различните предложения подхождат към този въпрос по различен начин и засега отсъства единно мнение за това, кои критерии следва да имат статут на основни и кои – на допълнителни. Без да се изброяват подробно всички изисквания, предложени в отделните цитирани консултативни документи, по-долу са обобщени основните, включени в тях, критерии, на които следва да отговаря „квалифицираната“ секюритизация, обособени в категориите „простота“, „прозрачност“, „стандартизация“.

1. Простота на секюритизациите

Тази категория критерии включва изисквания за хомогенност на пуловете от секюритизирани активи, които следва да са с прости характеристики, и се фокусира върху това да се гарантира, че секюритизационните структури не са твърде сложни, т.е. не пораждат прекомерни трудности по отношение на моделирането на инвестиционния риск. Категорията включва следните конкретни критерии:

1.1. Традиционна секюритизация (от типа „истинска продажба“ на базисните активи): включването на това изискване е последователно застъпено в направените предложения и цели гарантиране на отделеността на ДСИЦ (и изолираните в него базисни активи) от инициатора, в резултат на която основен фактор при оценката на секюритизационните продукти е качеството на тези активи (и осигурените кредитни

подобрения), а не на това на инициатора като икономическа единица.⁴ Благодарение на тази специфика на секюритизационната технология, тя е приложима като алтернативен източник на финансиране за банки-инициатори с ограничен достъп до капиталовите пазари или такива, пласирането на чиито необезпечени облигации би било свързано с относително високи разходи. Пример за това е секюритизацията на кредити за микро-, малки и средни предприятия, осъществена от ПроКредит Банк (България) през 2006 г. и 2011 г. (първата по рода си секюритизация от типа „истинска продажба“ в България), чрез която банката си осигурява нов източник на средно- и дългосрочно финансиране, черпейки ресурс директно от международния пазар на търговски ЦКБА, използван за финансиране на кредитните й операции, насочени към МСП. Този критерий отразява принципното недоверие към синтетичните секюритизации след кризата и много от пазарните участници изразяват съображения в подкрепа на тяхната допустимост при дефинирането на категорията „квалифицирана“ секюритизация.

1.2. Изключване на пресекюритизациите: това е универсален критерий, заложен във всички предложения, отразяващ много високите исторически нива на неизпълнение при обезпечените дългови облигации от типа *CDO*² и факта, че структурирането на продукти, чиито базисни активи включват траншове (вкл. междинни) от други емисии ЦКБА, прави сделките по-сложни и по-трудно - моделирането на инвестиционния риск.

1.3. Хомогенност на секюритизираните активи: конкретното съдържание на това изискване варира в отделните предложения, но основната идея е, че секюритизацията следва да бъде базирана на експозиции, хомогенни по отношение на класа активи, валутната

⁴ За постигане на отделеност на ДСИЦ и защита на интересите на инвеститорите в ЦКБА чрез предотвратяване на възможността за предявяване на искове срещу ДСИЦ от кредитори на инициатора, тези дружества следва да отговарят на определени условия, в т.ч. стриктно ограничаване на разрешените за осъществяване дейности (вж. чл. 4 на Закона за ДСИЦ). Едно от условията за добре структурирана секюритизация е прецизното отделяне на базисните активи от инициатора, чрез прехвърлянето им на ДСИЦ, чиито операции са ограничени до придобиването и финансирането на тези активи.



деноминация на активите и юрисдикцията, като предпоставка за адекватно моделиране на риска. Този критерий не поражда възражения относно хомогенността по отношение на класа активи (доколкото не би могло да се очаква, например, жилищни ипотeki и вземания по кредитни карти да бъдат секюритизирани в един и същи пул), но отсъства единно мнение доколко е уместен по отношение на валутната деноминация или юрисдикцията. Валутният риск може да бъде хеджиран, а някои юрисдикции и класове активи не са в състояние да генерират достатъчно големи пулове от активи, за да бъде икономически ефективна секюритизацията, когато е ограничена в рамките на отделна юрисдикция или клас активи. Едно изискване за хомогенност по отношение на юрисдикцията, в рамките на която са инициирани активите, би било в противоречие с по-широките цели на проекта за изграждане на единен капиталов пазар в ЕС и не е оправдано от гледна точка на историческите резултати от дейността на пазари като този на ценните книжа, базирани на кредити за малки и средни предприятия (които често включват кредити, инициирани в множество юрисдикции).

1.4. Изключване на секюритизации, чиито пулове съдържат експозиции, по които е налице неизпълнение или такива към кредиторите с лоша кредитна история. Този критерий е широко застъпен и отразява по-високата сложност при оценката на вероятните парични потоци по активи в неизпълнение. Евентуалните проблеми при неговото приложение могат да бъдат свързани с различаващите се подходи, приложими в различните юрисдикции, за определяне на наличието на "лоша кредитна история" или "неизпълнение" по активите, което обуславя нуждата от признаване на съществуващите разлики и предвиждане на достатъчна гъвкавост при формулиране на тези критерии.

1.5. Изключване на структурния риск, свързан с рефинансирането на базисните експозиции и/или наличието на значителна трансформация на падежи; това изискване е мотивирано от факта, че при някои секюритизации е налице значителен матуриретен дисбаланс между активите и пасивите и риск, свързан с

рефинансирането на базисните активи, който може да генерира неизпълнение по секюритизиращите траншове при понижена пазарна ликвидност (подобно на риска, материализиран при структурираните инвестиционни компании (SIV) и някои ценни книжа, базирани на търговски ипотeki по време на кризата). Това по същество означава изключване на тези популярни преди кризата структури при дефинирането на категорията „квалифицирана секюритизация“.

1.6. Други изисквания в рамките на тази категория критерии: ясно определени приоритети на плащанията по различните траншове на секюритизационната емисия; изключване на секюритизации, характеризирани се с активно управление на пула от активи на дискреционна основа; недопускане на клаузи за възстановяване на платени суми; изискване, базисните експозиции да са инициирани в хода на обичайната дейност на първоначалния кредитор, в съответствие със стабилни и стандартни критерии за кредитиране и оценка на кредитоспособността; ограничения относно максималната експозиция към един длъжник в рамките на секюритизационния пул и др.

2. Прозрачност на секюритизациите

Тази категория критерии касае осигуряването за инвеститорите на достъп до детайлна информация за базисните активи, транзакционните структури и участващите страни, с цел редуциране на информационната асиметрия в процеса на секюритизация и осигуряване на възможност за провеждане на всеобхватна и задълбочена оценка на (потенциалните) инвестиции. Негативните възприятия, засегнали секюритизацията, до голяма степен бяха обусловени от разпространените преди кризата недостатъци в оповестяването на информация във връзка с някои по-сложни структури, при които секюритизационните техники са използвани за създаване на непрозрачни инструменти. Ето защо е особено важно да се прави разграничение между такива продукти, каквито вече не се емитират, и „квалифицираната“ секюритизация, при която, като форма на финансиране, базирано на активи, разкриването на информация на



практика винаги е било адекватно (и често по-добро от това при други форми на набиране на капитал, като дяловото финансиране и необезпечените кредити). В този смисъл, тази категория критерии предполага внасяне на допълнителни подобрения в обхвата и достъпността на оповестяването на информация и създаването на единен режим за осигурено при минимални разходи оповестяване.

2.1. Спазване на изискванията за разкриване на информация: това е основното от изискванията от тази категория и се отнася до осигуряването на непосредствен достъп на инвеститорите до всички данни от съществено значение за кредитното качество и историческите нива на изпълнение и загуби за експозициите, които се секюритизират или подобни на тях, която обхваща достатъчно дълъг исторически период.

2.2. Достъп на инвеститорите до документите по секюритизационната сделка: критерий, включен предвид трудностите при упражняването на права на инвеститори при някои сделки по време на кризата, дължащи се на отсъствието на такъв достъп.

2.3. Изисквания за съответствие на секюритизационните емисии с Директивата за проспектите и/или за публично листиране; последното е спорно, защото на практика предполага изключване на сделки като тези, основани на търговски ЦКБА.

2.4. Външна проверка на базисните активи: това изискване би формализирало съществуващата пазарна практика независима страна (страни) да извършват проверка за съответствие на оповестените данни за секюритизационния пул с тези за извадка от базисни активи, за да се гарантира достоверността на оповестяването на информация за инвеститорите в официалните документи на емисията.

2.5. Оповестяване на информация за базисните активи в секюритизационните пулове на ниво индивидуален кредит: доколкото такива изисквания вече бяха наложени по редица начини през последните няколко години и инициаторите се придържат към тях⁵, съществуват някои възражения за налагането на отделно такова изискване.

⁵ Например, през 2010 г. ЕЦБ въведе изисквания за оповестяване на информация на ниво отделен кредит за активите, на които са базирани ценните книжа, използвани като обезпечение при кредитните операции на Евросистемата.

3. Стандартизация на секюритизациите

Третата категория критерии е насочена към насърчаване на стандартизацията на секюритизационните продукти с цел подпомагане на надлежната проверка от страна на инвеститорите и осигуряване на по-добра съпоставимост на различните продукти в рамките на даден клас активи, с произтичащото от това повишаване на доверието на инвеститорите и ликвидността на пазара.

3.1. Спазване на регулаторните правила за задържане на риск от инициатора или спонсора при секюритизация: това изискване цели да се гарантира равнопоставеност на секюритизациите; макар и безспорно по принцип, то поражда някои въпроси, свързани с взаимното признаване на спазването на тези правила в различните юрисдикции, предвид на това, че правилата за задържане на риск, приложими в САЩ, се различават значително от аналогичните правила на ЕС.

3.2. Ограничаване на референтните лихвени проценти, приложими при секюритизациите, до стандартните пазарни лихвени проценти: като предпоставка за подобряване на сравнимостта и улесняване на моделирането на лихвените проценти, повечето предложения включват изискване, лихвените плащания в рамките на секюритизационните транзакции да се основават на често срещани пазарни лихвени проценти (и да не се позовават на сложни формули или екзотични деривативи),

3.3. Изисквания за хеджиране на лихвените и валутни рискове, възникващи при секюритизациите, с цел редуциране на риска, произтичащ от различаващи се лихвени и валутни профили на активите и пасивите, и улесняване на моделирането на паричните потоци от инвеститорите, като за това са допустими само деривативи, използвани за „същинско“ хеджиране.

3.4. Изисквания за осигуряване на инвеститорите на информация за функциите и отговорностите на различните доставчици на спомагателни услуги, включени в процеса на секюритизация (суап контрагенти, агенти по обслужване на активите, попечители и др.), като предпоставка за адекватно управление на риска, свързан с неизпълнение на договорните задължения от страна на такива доставчици на спомагателни услуги.



3.5. Други изисквания: изискване за прехвърляне на всички права за гласуване, свързани с базисните активи, на инвеститорите в секюритизацията; разпоредби относно разрешаването на конфликти между държателите на секюритизационни трансше с различен приоритет; изисквания относно управлението на трансакциите и др.

4. Очаквано въздействие на рамката за „квалифицираната“ секюритизация

Процесът на консултации относно рамката за квалифицираната секюритизация на ЕС, иницииран от Европейската комисия, приключи през май 2015 г. и коментарите на секюритизационната индустрия показват, че като цяло направените предложения се приемат положително. Независимо от това, следва да се отбележи, че макар критериите за дефиниране на „квалифицираната“ секюритизация да имат за цел въвеждане на яснота и простота на секюритизационния пазар, те могат да породят известна несигурност в други отношения или поставят въпроси, които на този етап не са намерили решение. Предвид на това, че въвеждането на обозначението „квалифицирана секюритизация“ се разглежда като мярка за възстановяването на пазара, то следва да се прилага по начин, който е достатъчно ясен за инвеститорите. Това обуславя необходимостта от създаване на независим механизъм за мониторинг/проверка относно наличието на съответствие с критериите за идентифициране на „квалифицираната“ секюритизация, в рамките на регулаторен орган или чрез трета страна. Друг проблем касае поддържането на такова съответствие в дългосрочен план и неяснотата относно последиците за статута на секюритизациите, класифицирани като „висококачествени“, при евентуално влошаване на качеството на базисните активи, например, или нарушаване на други, първоначално изпълнени критерии. Загриженост поражда и възприетият подход за дефиниране на въпросните секюритизации. Макар че подробно разписаните критерии позволяват да се избегне евентуален регулаторен арбитраж, този подход, основан не на общи, основни принципи, фокусирани върху рисковия профил и прозрачността, а на твърде подробни изисквания, би могъл да доведе до

неоснователно изключване на множество структури поради неспазването на отделни технически критерии и до потискане на процеса на иновации и адаптиране към потребностите на инвеститори, чието участие ЕК се стреми да насърчава. Обособяването на категория „квалифицирана“ секюритизация, ползваща се от диференцирано регулаторно третиране, съдържа потенциал и за фрагментирането на секюритизационния пазар, с произтичащите от това последици. Неминуемо някои секюритизационни продукти няма да бъдат категоризирани като „квалифицирани“, като въздействието на невъзможността една структура да изпълни изискванията за тази квалификация ще варира в зависимост от конкретните обстоятелства. Разработените досега критерии предполагат изключване на редица класове ЦКБА от тази категория, в т.ч. търговските ценни книжа, базирани на активи, синтетичните секюритизации, продуктите, включващи активно управление, като обезпечените кредитни облигации (CLO) и др. Според представители на индустрията повечето от тези активи могат и следва да бъдат включени в квалификацията, тъй като съществуват начини те да бъдат осъществявани по прост и прозрачен начин. Някои от тези типове секюритизации, като синтетичните, най-вероятно ще продължат да бъдат прилагани (макар и в относително пониска степен), тъй като чрез тях могат да се секюритизират активи, спрямо които е трудно да бъде приложена традиционната секюритизация, а за инвеститорите в тези продукти съображенията, свързани с регулаторните капиталови изисквания, не са водещи. В други продуктови сегменти е възможно да се наблюдават изменения в базата от инвеститори или изместване на тази технология от алтернативни механизми за финансиране на съответните активи. Като цяло, предварителните оценки (Cohen, Lam (2015)) показват, че повече от половината от всички ЦКБА, намиращи се в обръщение, отговарят на предвидените до момента критерии за разглежданата категоризация, като за отделни географски сегменти този процент е по-висок. Съществуват неясноти и във връзка с международната конвергенция по отношение на въпросната концепция. Макар че разработването на критериите за дефиниране на квалифицираната секюритизация не е



приключило (очаква се това да стане в близките месеци), за развитието на пазара ще е важно да се гарантира тяхното последователно прилагане в различните юрисдикции. Създаването на глобален стандарт или механизъм за взаимно признаване на рамките за "квалифицираната" секюритизация е от особено значение за успеха на инициативата и разширяване на секюритизационния пазар в Европа чрез привличане на международни инвестиции, като една от основните цели на изграждането на съюза на капиталовите пазари. Засега отсъстват индикации за подобна категоризация на секюритизациите в юрисдикции извън ЕС (в т.ч. в САЩ), но ако в резултат на приложението на същата в Европа бъде постигнато стимулиране на секюритизационния пазар, в глобален план би могло да се наблюдава приспособяване на емисиите, така че да съответстват на рамката за „квалифицираната“ секюритизация на ЕС и да бъдат привлекателни за европейските инвеститори.

Заклучение

Обособяването на категорията „квалифицирана“ секюритизация, насочено към идентифицирането на продуктите, структурирани съобразно критерии, които отразяват най-добрите пазарни практики и отличаващи се от тези, допринесли за негативните възприятия за секюритизацията, е значимо развитие на европейския секюритизационен пазар. Един от начините за устойчиво възстановяване на този пазар след кризата е, като се имат предвид простотата, стабилността и прозрачността на ЦКБА, обозначени като „квалифицирани“, да се предвиди тяхното по-благоприятно регулаторно третиране. Пристъпването към такова диференциране на ЦКБА е сериозна промяна в позицията на европейските институции по отношение на секюритизацията, което може да допринесе за постигането на една от приоритетните цели на ЕК-подобряване на финансирането на икономиката на ЕС чрез изграждане на съюз на капиталовите пазари. Тази инициатива следва да бъде доведена докрай, като максимално бързо се вземе решение за промените в регулаторната рамка, с които ще бъде свързана въпросната квалификация, доколкото експертният опит и

ресурсите, насочени към сферата на секюритизацията, започват да намаляват в полза на други инструменти за финансиране и/или прехвърляне на риск, които предполагат по-ниски (в т.ч. регулаторни) разходи.

Използвана литература:

1. Закон за дружествата със специална инвестиционна цел, обн. ДВ. бр. 46/2003 г., посл. изм. ДВ., бр. 34/2015 г.

2. Европейска комисия, Зелена книга „Изграждане на съюз на капиталовите пазари“, Брюксел, февруари 2015, www.ec.europa.eu.

3. Европейска комисия, „Пътна карта в отговор на дългосрочните финансови нужди на европейската икономика“, Брюксел, март 2014.

4. Европейска комисия, Европейска инвестиционна банка, „План за инвестиции. Въпроси и отговори“, Брюксел, 2015.

5. Европейски парламент, Съвет на ЕС, Регламент (ЕС) № 575/2013 от 26.06.2013 г. относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012, Официален вестник на ЕС, бр. L 176/1/27.6.2013.

6. Aiyar, S., A. Al-Eyd, B. Barkbu, A. A. Jobst, „Revitalizing Securitization for Small and Medium-Sized Enterprises in Europe“, IMF Staff Discussion Note 15/07, May 2015.

7. Agostino, M., M. Mazzuca, „Why Do Banks Securitize? Evidence from Italy“, *Bancaria*, № 09, 2009.

8. Association for Financial Markets in Europe (AFME), „Securitisations Data Report“, 2014; 2015.

9. Bank of England, European Central Bank (ECB), „The Case for a Better Functioning Securitization Market in the European Union“, ECB, Frankfurt am Main, 2014.

10. Bank of England, ECB, „The Impaired EU Securitization Market: Causes, Roadblocks and How to Deal with Them“, ECB, Frankfurt am Main, 2014.

11. Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), „Revisions to the Securitisation Framework“, Basel III Document, Bank for International Settlements, Basel, December 2014.

12. BCBS, International Organization of Securities Commissions (IOSCO), „Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations“, Consultative Document, Joint



Task Force on Securitisation Markets, Bank for International Settlements, Basel, 2015.

13. Brunnermeier, M. K., „Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, №1, 2009, pp. 77-100.

14. Caprio, G., A. Demirgüç-Kunt, E. Kane, „The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons, not Scapegoats“, *The World Bank Research Observer*, Vol. 25, №1, 2010, pp. 125-155.

15. Cardone-Riportella, C., R. Samaniego-Medina, A. Trujillo-Ponce, „What Drives Bank Securitisation? The Spanish Experience“, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, №11, 2010, pp. 2639-2651.

16. Cohen, L. R., K. Lam, „High-Quality Securitizations“, *The Journal of Structured Finance*, Summer 2015, Vol. 21, №2, pp. 34-38.

17. European Banking Authority (EBA), „EBA Discussion Paper on Simple, Standard and Transparent Securitizations“, EBA/DP/2014/02, London, October 2014.

18. European Central Bank, „ECB Introduces ABS Loan-by-Loan Information Requirements in the Eurosystem Collateral Framework“, Frankfurt am Main, 2010.

19. European Commission, „An EU Framework for Simple, Transparent and Standardised Securitization“, Brussels, Consultation document, Brussels, 18 February 2015.

20. European Commission, „Commission Delegated Regulation to Supplement Regulation (EU) 575/2013 with Regard to Liquidity Coverage Requirement for Credit Institutions.“ Brussels, 2014..

21. European Commission, „Commission Work Programme 2015“, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the ECB, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment, Strasbourg, 16.12.2014.

22. Gorton G. B., A. Metrick, „Securitized Banking and the Run on Repo“, NBER Working Paper №15223, 2009.

23. Hopkin, R., A. Bak, S. Ulker, „High-Quality Securitization for Europe—The Market at a Crossroads“, Association for Financial Markets in Europe, London, 2014.

24. Ingram, K., A. E. Bryan, „A Never Ending Road. New Aspects in the Regulation of

Securitisation“, Clifford Chance, June 2015.

25. Jobst, A., „Proposed Attributes of High-Quality Securitization in Europe“, International Monetary Fund, May 7, 2015.

26. Perraudin, W., „High Quality Securitisation: An Empirical Analysis of the PCS Definition“, AFME, 2014.

27. Prime Collateralized Securities, „PCS Eligibility Criteria. Version 8“, November 2014, <http://pcsmarket.org>.

28. Segoviano, M., B. Jones, P. Lindner, J. Blankenheim, „Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead“, Staff Discussion Note 15/01, IMF, Washington, 2015.

29. Standard & Poor's, „Transition Study: Less Than 1.5% of European Structured Finance Has Defaulted Since Mid-2007“, June 11, 2013.