

2019

# ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Стратегический партнер:



Партнеры рубрик:



Партнеры:



2018 год, несмотря на ряд важных изменений на банковском рынке и ипотечном ландшафте, так и не привел к активизации участников ипотечного рынка секьюритизации<sup>1</sup>. С выдачей новых денег проблем не возникало, скорее наоборот: статистика зафиксировала очередной рекорд — суммарный объем новых жилищных кредитов и рефинансирования превысил 3 трлн рублей<sup>2</sup>, причем рекордный уровень выдачи был достигнут именно в последнем квартале закончившегося года. Такие цифры были получены, во-первых, из-за снижения ставок по ипотечным продуктам на протяжении большей части года крупными участниками рынка. Во-вторых — в результате анонсированного ведущими ипотечными банками повышения ипотечных ставок (вслед за повышением регулятором ключевой ставки в конце года), заставившего заемщиков быстрее обращаться за получением финансирования и не откладывать приобретение недвижимости.



**Павел ВАСИЛЬЕВ**,  
директор  
подразделения  
инвестиционных  
и секьюритизированных  
продуктов Центра  
операций на глобальных  
рынках, ПАО Сбербанк

Однако выданные жилищные кредиты не были использованы в качестве активов для секьюритизации в 2018 году. За исключением сделок, реализуемых с использованием «Фабрики ИЦБ» ДОМ.РФ, единственной сделки в формате «классической», 2-траншевой секьюритизации стали облигации ИА «Металлинвестбанк-2». Сделка получила первый в истории рейтинг от АКРА, соответствующий суверенному, что подтвердило ее высокое кредитное качество и каноническую структуру. Была продолжена реализация сделок секьюритизации ипотечных активов с использованием программы «Фабрики ИЦБ» ДОМ.РФ. Однако, как и ранее, в большинстве случаев выпуск выкупался самим оригинатором и широкому рынку такие облигации не были предложены. Среди причин такого низкого интереса оригинаторов к использованию механизма секьюритизации можно отметить следующие:

- 1) сохранение избыточной ликвидности в российской банковской системе не стимулирует банки-оригинаторы привлекать новый долг;
- 2) рост капитала кредитных организаций и отсутствие регуляторных стимулов в виде «разгрузки капитала» при секьюритизации не способствовали росту интереса оригинаторов к обеспеченному долгу;
- 3) недостаточная маржинальность ипотечных портфелей для создания привлекательных, с точки зрения инвесторов, обеспеченных облигаций на их основе — с учетом высоких доходностей на рынке корпоративного долга, с одной стороны, и существенных затрат на подготовку, реализацию и поддержание секьюритизационных сделок в российском праве — с другой.

В самом конце 2017 года была реализована первая сделка секьюритизации прав требования в рамках соглашений о государственно-частном партнерстве (ГЧП), оригинатором в которой был Газпромбанк. Реализация этой сделки позволяет сделать вывод о появлении нового класса активов. В мире ГЧП является не только способом финансирования инфраструктурных проектов, но и источником активов для секьюритизационных сделок, позволяющим инвесторам диверсифицировать свои инвестиционные портфели за счет облигаций, обеспеченных

<sup>1</sup> Сделки, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение.

<sup>2</sup> По данным АО «ДОМ.РФ» (<https://дом.рф/media/news/rossiyane-v-dekabre-ustanovili-novyy-rekord-po-ipoteke/>).

денежными потоками по проектам ГЧП, имеющим, как правило, высокое кредитное качество.

В 2018 году вступили в силу правила и критерии сделок ППС<sup>1</sup>-секьюритизации, а также регуляторные стимулы для сделок, реализованных в подобном формате, в виде снижения требований по резервированию младшего транша в ППС-секьюритизационных сделках, что делает их привлекательными для банка-оригинатора. Несомненно, первыми сделками, соответствующими требованиям ППС-секьюритизации, будут именно ипотечные секьюритизации — в силу качества используемых в этом бизнесе IT-систем, которые могут быть дополнительно (и относительно быстро) модифицированы с целью формирования отчетов, предусмотренных условиями ППС-секьюритизации, и опыта, накопленного компаниями, обеспечивающими инфраструктуру для сделок секьюритизации.

2018 год ознаменовался массовым приходом частных инвесторов на фондовый рынок. Из долговых инструментов наибольшим спросом у них пользовались прежде всего ОФЗ и облигации корпоративных эмитентов первого эшелона с фиксированной доходностью. Факторами, ограничивающими интерес физических лиц к ипотечным облигациям и иному секьюритизированному долгу, являются относительная сложность и отсутствие стандартизации для подобных выпусков, а также весьма ограниченная, по сравнению с «обычными» облигациями, ликвидность инструментов этого рынка. Появление «простых, прозрачных, сопоставимых» выпусков заинтересует частных инвесторов, и, как следствие, появление этих инвесторов в данном рыночном сегменте станет катализатором повышения его ликвидности.

Практически сошла на нет активность в сфере неипотечной секьюритизации. Несмотря на интерес originаторов к привлечению финансовых ресурсов, премия в доходности, которую требует рынок по подобным выпускам, и высокий уровень накладных расходов, связанных с инфраструктурой для реализации секьюритизационных сделок, не дают владельцам активов возможности их реализации. Для отдельных секторов сохра-

няются риски в части возмещения НДС по передаваемым для секьюритизации реальным активам (вагоны, грузовой транспорт). Тем не менее мы продолжаем видеть интерес со стороны originаторов — как банков, так и компаний небанковского сектора — к подобным сделкам и ожидаем такие выпуски в 2019 году.

Отдельно хотелось бы отметить перспективы секьюритизации кредитов субъектам МСП<sup>2</sup>. С одной стороны, эти активы имеют доходность, сопоставимую и зачастую превышающую наиболее доходные ипотечные кредиты, что позволяет выпускать облигации, обеспеченные задолженностью субъектов МСП, по приемлемой для рынка доходности. С другой — наличие обеспечения в виде ликвидного имущества позволяет достичь хорошего кредитного качества для облигаций за счет только избыточного обеспечения обязательств эмитента. Даже несмотря на то что рынок кредитов МСП не получил в России поддержки в виде назначения такого института развития, каким является АО «ДОМ.РФ» для ипотечного рынка, мы ожидаем, что именно этот сегмент рынка будет наиболее привлекательным после ипотечного для организации секьюритизационных сделок.

Выражаем надежду на то, что 2019 год не станет очередным годом дальнейшего снижения активности на секьюритизационном рынке (хотя бы в силу того, что минимальная точка на нем уже практически достигнута). Ожидаем увидеть пилотные сделки в формате ППС-секьюритизации. В случае успешности таких размещений ипотечные облигации могут получить необходимый импульс для перезапуска, а на рынок может выйти значительный объем отложенного предложения. По всей видимости, трансграничные сделки останутся единичными (если вообще будут представлены на рынке), но локальный рынок может активизироваться за счет роста числа инвесторов — прежде всего частных — и прихода новой ликвидности. Группа Сбербанк продолжит участвовать в организации и выводе на рынок секьюритизационных сделок по всем основным классам российских активов.

<sup>1</sup> Простая — Прозрачная — Сопоставимая.

<sup>2</sup> Малое и среднее предпринимательство.

*Примечание.* Услуги по организации сделки оказывает АО «Сбербанк КИБ». Россия, Москва, 117312, ул. Вавилова, д. 19. Лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003.

Банковские продукты предоставляет ПАО Сбербанк. Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, д. 19, [www.sberbank.ru](http://www.sberbank.ru), генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015.

# РОССИЙСКИЙ ИПОТЕЧНЫЙ КОНГРЕСС

CBONDS и РУСИПОТЕКА

Москва,  
5 февраля 2020

## VI Российский Ипотечный Конгресс



Посещение Российского ипотечного конгресса — это лучший способ быть в тренде современных ипотечных технологий, наладить партнерские отношения, перенять опыт лидеров рынка.

Итоги прошедшего года и перспективы ипотечного бизнеса будут обсуждаться заинтересованными представителями государственных и коммерческих организаций.

### Спонсоры и партнеры конференции 2019 года

Организаторы:



Официальный партнер:



Спонсоры:



Партнеры:



Аналитический партнер:



Поддерживающие ассоциации и партнеры:



Реклама.

**Контакты:**

Альберт Ипполитов  
+7 (916) 113-80-01  
office@rusipoteka.ru

<http://cbonds-congress.com>

## Дорогие друзья!

Мы продолжаем выпуск ежегодного сборника «Энциклопедия российской секьюритизации». Перед вами восьмой выпуск Энциклопедии, в котором собраны мнения ведущих экспертов и аналитические материалы о тенденциях на рынке секьюритизации в России и мире. На страницах издания участники рынка традиционно делятся опытом организации и обслуживания секьюритизационных сделок. В приложении вы найдете обширную статистику по участникам рынка, объемам новых сделок в России и за рубежом, рэнкингам и данным рынка ипотечного кредитования.

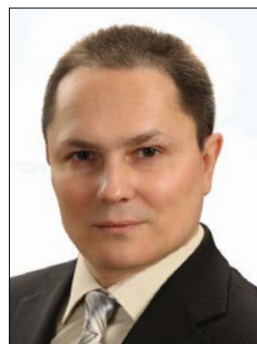
2018 год продемонстрировал умеренный рост по объему сделок, но в то же время очевидный спад по их количеству. Если объем новых выпусков секьюритизации достиг 159.2 млрд рублей, превывсив итоги 2017 года на 15 млрд рублей, то годовое количество сделок сократилось с 19 до 12. Рост объемов предложения одностраншевой ипотечной секьюритизации сопровождался соответствующим спадом в размещении многотраншевых выпусков. В сегменте неипотечной секьюритизации мы увидели две сделки секьюритизации кредитов МСП – активов, которые, по мнению ряда участников рынка, станут базовыми для многих неипотечных сделок в ближайшие годы.

Однако стагнирующий рынок может перейти в активную фазу: в 2018 году вступило в силу Положение Банка России N 647-П, которое установило понятные правила игры для оригинаторов и открыло перспективы для возвращения сделок многотраншевой секьюритизации. На рынке размещены первые выпуски с рейтингами российского рейтингового агентства, что демонстрирует близость завершения рейтинговой реформы. Внедрение электронной закладной на блокчейне, вероятно, изменит систему депозитарного обслуживания закладных в ближайшем будущем.

В то же время до сих пор остаются проблемы, которые тормозят развитие рынка. Среди них можно выделить такие вопросы регулирования, как ограничения на инвестирование в ИЦБ институциональными инвесторами и юридические / налоговые проблемы секьюритизации ряда неипотечных активов. Сложными остаются вопросы оценки выпусков секьюритизации, повышения ликвидности и привлекательности рынка ИЦБ, грамотности инвесторов. На страницах энциклопедии вы сможете ознакомиться с мнениями и предложениями аналитиков по вопросам решения этих и других проблем.

Надеемся, что опыт экспертов и аналитическая информация, размещенная в сборнике, помогут вам в вашей работе.

*До встречи в следующих выпусках энциклопедии.  
Коллектив издателей*



**Альберт ИППОЛИТОВ,**  
генеральный директор,  
ООО «Русипотека»



**Константин ВАСИЛЬЕВ,**  
зам. генерального  
директора,  
ООО «Сбондс.ру», к.э.н.



**Елена АВДОНИЧЕВА,**  
редактор энциклопедии,  
ведущий специалист  
долговых рынков  
России и стран СНГ,  
ООО «Сбондс.ру»

## ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 10 2019 — а стоит ли ожидать роста?  
Евгений Надоршин, «ПФ Капитал»
- 15 «Объемов было мало, но 2018 год  
стал годом перемен»  
Круглый стол организаторов  
сделок
- 30 «Главное для originатора —  
стабильность регуляторного  
окружения»  
Круглый стол originаторов сделок
- 37 Непростая простая секьюритизация  
Станислав Дамбраускас,  
АО «Сбербанк КИБ»
- 42 Американские рынки  
секьюритизации в 2018 году  
Андрей Литвинцев, American Family  
Mutual Insurance

## СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕКИ

Партнер рубрики:



- 52 Три ипотечные трансформации  
2019 года и их влияние  
на секьюритизацию  
Сергей Гордейко, «Русипотека»
- 56 Сможет ли вторичный ипотечный  
рынок поддержать рост рынка  
первичного?  
Андрей Сучков, АО ВТБ Капитал

- 63 Секьюритизация проектных  
кредитов застройщикам  
Олег Иванов, Альфа-банк
- 68 Кредитование под залог  
недвижимости с отложенным  
сроком погашения: опыт  
Великобритании  
Ребекка Ман, Алластер Бигли, Элтон  
Икинс, S&P Global Ratings
- 76 Сохранят ли заемщики хорошего  
кредитного качества интерес к  
ипотеке в 2019 году?  
Владимир Шикин, НБКИ

## РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ

Партнер рубрики:



- 84 Неипотечная секьюритизация:  
анализ ключевых тенденций  
Ксения Полякова, Райффайзенбанк
- 88 «Новое слово в развитии рынка  
секьюритизации»  
Обзор пресс-брифинга МСП Банка
- 102 Актуальный российский и мировой  
опыт сделок секьюритизации  
Владимир Драгунов, Сергей  
Самохвалов, Адил Гусейнов,  
«Бейкер Макензи»
- 107 «Зеленые» финансы становятся  
частью структурированного  
финансирования  
Станислав Настасьин, Moody's

- 113** Закладные на движимое имущество и права как инструмент развития рынка облигаций с обеспечением  
Евгений Наумов, «НФК-Сбережения»

## ПРАВОВЫЕ И НАЛОГОВЫЕ ВОПРОСЫ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 118** «Секьюритизация в законе»: что изменилось в 2018 году? Куда двигаться дальше?  
Иван Махалин, Анна Мазаева, Банк России
- 123** Развитие законодательства в области структурного финансирования и секьюритизации  
Владимир Драгунов, Сергей Самохвалов, «Бейкер Макензи»
- 129** Будущие требования как предмет секьюритизации: идентификация, уступка и прикладные аспекты  
Елизавета Турбина, IECAP
- 140** Реструктуризация ипотечного кредита – влияние нововведений на сделки секьюритизации  
Татьяна Паршак, Артемий Бондарев, Bryan Cave Leighton Paisner

## ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 152** «Переход на электронную закладную ускорит, упростит и удешевит организацию сделки секьюритизации»  
Дискуссия участников рынка депозитарного обслуживания

- 156** Блокчейн для депозитариев  
Анна Зайцева, ДК «РЕГИОН»

- 160** Актуальные аспекты работы национальной управляющей компании в сделках секьюритизации  
Надежда Лебедева, Trewetch Group

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 168** «Сейчас ИЦБ — сложный инструмент для небольших компаний»  
Круглый стол по оценке ипотечных ценных бумаг
- 174** Об оценке ипотечных ценных бумаг  
Андрей Камышев, ДОМ.РФ

## ПРИЛОЖЕНИЯ

- 185** Приложение 1.  
Участники рынка
- 201** Приложение 2.  
Статистика рынка
- 231** Приложение 3.  
Рэнкинги организаторов сделок
- 237** Приложение 4.  
Конференция по долговому рынку и секьюритизации в 2019 году

## ВАШ НАДЕЖНЫЙ ПРОВОДНИК В ИПОТЕЧНОМ МИРЕ

### ИПОТЕЧНАЯ ИНФОРМАЦИОННАЯ СРЕДА

- Ежедневная сводка отечественных и международных новостей
- Мнения экспертов в личных блогах
- Дискуссии на актуальные темы
- Экспертные консультации
- Регулярные исследования и обзоры рынка кредитования и недвижимости
- Статистическая информация по ипотечному рынку

### ОНЛАЙН-СЕРВИСЫ ДЛЯ ВСЕХ

- Тематическая новостная лента
- Создание личных и корпоративных блогов
- Регулярные исследования рынка

### Почему вам необходимо обратиться к ООО «РУСИПОТЕКА»

- Учитываем стратегические интересы собственников
- Используем лучшие практики и экспертов
- Индивидуально подходим к каждому Заказчику
- Не зависим от каких-либо бизнес-структур
- Имеем возможность смотреть на проект шире, чем сотрудник с четким функционалом и планом

### ПОДДЕРЖКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОРОВ

- Разработка стратегии развития ипотечного бизнеса
- Проведение обучающих семинаров для линейных сотрудников и стратегических сессий для топ-менеджеров
- Независимая экспертиза ипотечного бизнеса и рекомендации по повышению эффективности
- Экспертиза и поддержка отдельных частей ипотечного проекта и активностей

### ПЕРСОНАЛЬНЫЕ СЕРВИСЫ

- Исследования ипотечного рынка любой сложности
- Мониторинг ипотечных ставок и анализ условий кредитования участников рынка
- Постоянное информационно-аналитическое сопровождение

### Компетенции команды ООО «РУСИПОТЕКА»

- 10 лет на рынке информационных и консалтинговых услуг
- 15-летний разнообразный опыт работы в ипотечном кредитовании, в том числе запуск с нуля коммерческих ипотечных проектов, региональных и корпоративных социальных ипотечных программ
- Постоянное нахождение в центре информационного ипотечного поля и участие в его формировании

### Проекты ООО «РУСИПОТЕКА»

- Авторский проект «Информационно-аналитический портал РУСИПОТЕКА.РФ»
- Авторский проект «Социальная сеть ЛюдИПотеки.РФ»
- Авторский проект «Рейтинг ипотечных банков»
- Авторский проект «Высшая ипотечная лига»
- Соорганизатор проекта «Энциклопедия российской секьюритизации»
- Соорганизатор проекта «Российский ипотечный конгресс»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЦЕНТР ООО «РУСИПОТЕКА»

[www.rusipoteka.ru](http://www.rusipoteka.ru)  
[research@rusipoteka.ru](mailto:research@rusipoteka.ru)

+7 (916) 113-80-01  
+7 (916) 632 91-83





ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2019

Тенденции рынка  
секьюритизации



**Евгений НАДОРШИН,**  
главный экономист,  
«ПФ Капитал»

## 2019-й — а стоит ли ожидать роста?

**Н**аступивший 2019 год обещает быть очень непростым — велика вероятность, что расстроенные потребители, рост расходов которых был основным локомотивом роста экономики 2017–2018 годов, не просто сократят траты, но и обеспечат неположительные темпы роста всего ВВП России в первом полугодии. Новые антироссийские санкции и торговые войны, из которых для нас важнее всего те, что назревают между Китаем и США, а также Россией и Республикой Беларусь, могут превратить первое полугодие в пару кварталов рецессии. В итоге, даже если власти наконец решатся на увеличение расходов в рамках 12 приоритетных национальных проектов, это может вывести темпы роста экономики лишь в зону таких положительных значений, которые могут казаться чем-то радостным разве только на фоне пересмотренных данных Росстата за 2016 год.

### **ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ АКТИВНОСТЬ — ОСНОВНОЙ ЛОКОМОТИВ РОСТА ЭКОНОМИКИ РОССИИ**

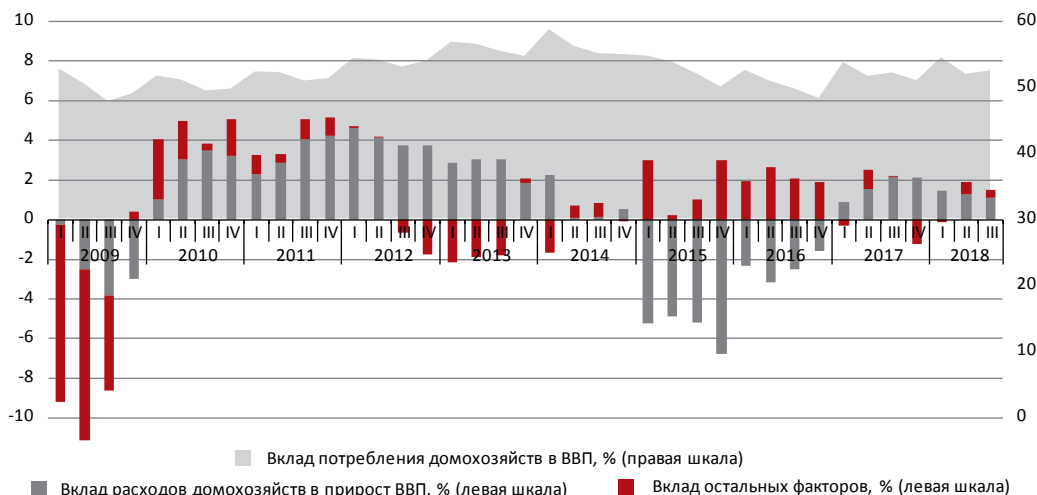
Так уж получилось, что в те годы из числа последних лет 10, когда экономика

России росла, этот подъем обеспечивало в основном увеличение потребления домохозяйств, а не активность бизнеса или государства. Инвестиции на горизонте последних 10 лет вообще на роль источника роста не претендуют: в зависимости от того, как их посчитать (с учетом запасов или без, по данным системы национальных счетов или оперативной статистики), инвестиции или существенно упали до значений 2008 года или немного превзошли этот уровень. Не самая радостная новость для экономики, которая не может похвастаться ни качеством, ни количеством объектов существующей инфраструктуры в большинстве сфер, в которых эта инфраструктура имеет важное значение. Также не самый хороший результат в прошлом году показала экономическая политика, которая, если верить публичной риторике, была нацелена на развитие, импортозамещение в ряде сегментов обрабатывающей промышленности и на внедрение передовых технологий в различных областях.

На Рисунке 1, где из каждого опубликованного Росстатом ежеквартального прироста выделен вклад в него потребления

**Рисунок 1. Темпы роста год к году, разложенные с выделением вклада потребителей в прирост каждого квартала**

Источник: Росстат, оценки автора



домохозяйств, хорошо видно, что экономика России росла только в те годы, когда увеличивалось потребление, и во все эти годы потребление вносило основной вклад в этот рост. Исключением, после недавнего пересмотра данных Росстатом, стал лишь 2016 год, но пересмотр коснулся пока только годового показателя (прирост ВВП за год вместо небольшого отрицательного значения неожиданно стал положительным, пусть и тоже небольшим). После корректировки квартальных индикаторов, возможно, выяснится, что и динамика потребления внутри года была иной, нежели на графике. Если проигнорировать странный 2016 год, где пока не все данные актуализированы, то мы получаем весьма однозначную картину: стоит потреблению домохозяйств начать падать, как экономический рост в стране превращается в рецессию. Верно также и обратное: как только потребление начинает расти, экономический рост возвращается.

Зная это несложное правило, стоит внимательнее взглянуть на уже доступные данные официальной статистики за прошлый год. Наиболее интересны, с моей точки зрения, замеры настроения потребителей, которые ежеквартально проводит Росстат (входят в состав опережающих индикаторов, публикуемых ведомством). Начиная с 3-го квартала 2018 года они фиксируют

резкий спад как в потребительской уверенности вообще, так и в экономических ожиданиях домохозяйств относительно ближайшего будущего.

Даже без применения каких-либо математических методов, с помощью одного только визуального анализа графиков несложно увидеть, что ухудшение потребительских настроений с задержкой приблизительно в пару кварталов ведет к снижению темпов роста розничной торговли (розничная торговля — самый значимый сегмент сектора услуг, зависящих почти исключительно от расходов домохозяйств, и поэтому очень хорошо подходит для идентификации реакции экономических процессов на настроения потребителей). Несложно также отметить, что резкое ухудшение потребительских настроений (как на рубеже 2008–2009-го или 2014–2015 годов) превращает рост розничной торговли в падение. Последнее важное наблюдение, которое полезно сделать, глядя на эти графики, это то, что в 3–4-м кварталах 2018 года ухудшение потребительских настроений скорее похоже на эпизоды 2008–2009-го или 2014–2015 годов, чем на более мягкие спады 2007-го, 2010-го или 2013 годов. В результате произведенных наблюдений несложно прийти к выводу, что в первом, самое позднее — втором

квартале 2019 года в розничной торговле должен быть зафиксирован спад по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. С высокой долей вероятности этот спад распространится на иные сферы розничных услуг и может оказаться вполне весомой причиной для рецессии во всей экономике.

Полагаю, что скромный рост в промышленности (если он вообще сохранится после ухудшения показателей сектора добычи полезных ископаемых на фоне очередного соглашения, ограничивающего добычу нефти) и возможное увеличение государственных расходов ближе к концу года в рамках приоритетных проектов смогут в лучшем случае компенсировать просадку, вызванную снижением расходов потребителей.

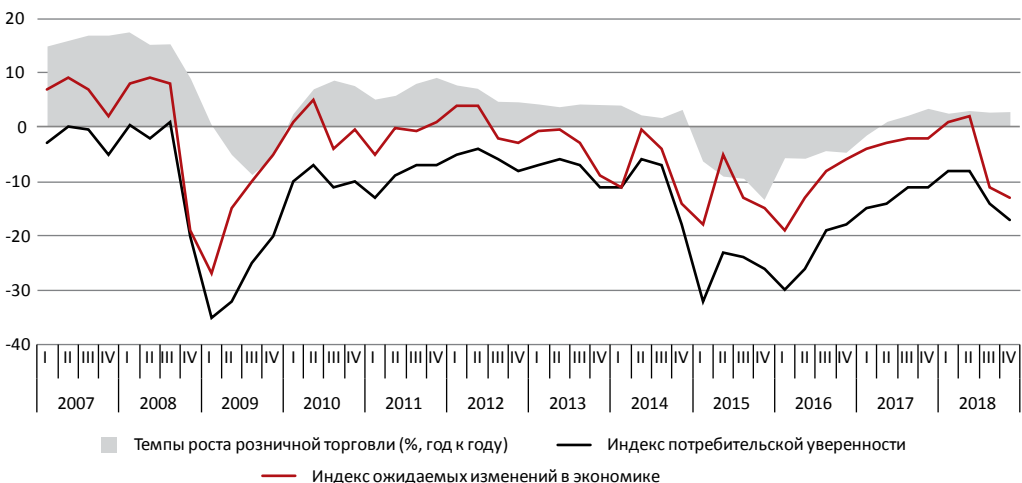
На обрабатывающую промышленность в плане роста я бы вообще сильно рассчитывать не стал (если исключить из нее нефтепереработку и металлургию), — повышение НДС, похоже, расстроило экономических агентов, занимающихся этим видом деятельности, пусть не так сильно, как потребителей, но этого может оказаться достаточно для стагнации. В сфере материального производства снова, как в предыдущие годы, нужно полагаться больше на сырье — уголь и иные полезные ископаемые, ну и, конечно, надеяться на хороший урожай.

Приятными новостями, в отличие от прошлого года, едва ли порадует строительство — что бы ни увидел Росстат в отчетах игроков сектора, раз решил так сильно скорректировать в конце года показатели (темпы роста сектора за 2018 год были пересмотрены в сторону повышения почти на 5 п.п.), такого роста скорее всего уже не будет в 2019 году. На фоне удорожания кредитных денег как для застройщиков, так и для заказчиков / покупателей едва ли живущий в долг сектор сможет вообще расти — полагаю, нас ждет падение к уровням 2018 года.

Все описанное мной выше в отношении и настроений населения, обещающих спад потребления, и возможных показателей строительства, и ограничивающего добычу нефти соглашения ОПЕК+ было известно или в прошлом году или, самое позднее, в начале этого года. На этом фоне странно выглядит позиция денежно-кредитных и фискальных властей, которые упорно игнорируют угрозы для экономического роста и никак не адаптируют экономическую политику к явно изменившимся реалиям. Ведь тот факт, что ухудшения еще не зафиксированы статистикой в полной мере, не означает, что их не будет, — тот же ЦБ давно говорит, что действует на опережение, пора бы уже и начать действовать соответ-

Рисунок 2. Связь потребительских настроений и темпов роста розничной торговли

Источник: Росстат, оценки автора



ствующим образом... Возможно, слишком осторожный подход продиктован важным внешним фактором, имеющим отношение больше к политике, чем к экономике, — санкциями.

### **САНКЦИИ — ЧЕГО ОЖИДАТЬ ОТ ПРЕДСТОЯЩЕГО РАУНДА**

Как только исполнительная и законодательная власти США разобрались с результатами выборов и смогли договориться о возобновлении деятельности правительства, они тут же вспомнили про Россию. Администрация напомнила про санкции за применение химического оружия, а конгрессмены и сенаторы вспомнили про инициативы прошлого лета и предложили их развить.

В результате в ближайшие месяцы можно ожидать как обещанных исполнительной властью еще в прошлом году санкций за попытку отравления Скрипалей, которые будут носить более формальный характер и в основном коснутся двусторонних торговых и дипломатических отношений, где по многим фронтам возможные потери невелики, так и более тяжелых санкций от законодателей США. Здесь на столе действительно большой выбор весьма болезненных мер, большая часть из которых знакома нам еще по августовским инициативам сенатора Менендеса: именно они обещают и коснуться отдельных игроков в финансовом секторе, и ограничить нерезидентам возможность покупки гособлигаций России, а в свежей редакции могут еще и коснуться нефтегазовых проектов российских компаний в стране и за границей.

Помимо санкций от США, к сожалению, я не стал бы исключать и вишенку на торте — санкции от ЕС, возможно, тоже за применение химического оружия. Несмотря на то что они скорее всего не будут очень жесткими даже на словах, их негативное воздействие может оказаться значительнее довольно грозно звучащих американских, из-за того что и во внешней торговле, и в финансовой сфере ЕС гораздо важнее для России, чем США.

### **ТОРГОВЫЕ ВОЙНЫ ВМЕСТО ГЛОБАЛИЗАЦИИ — НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ?**

Прошлый год в мировой истории, видимо, станет важной вехой, закрепившей тренд на деглобализацию и явно оформив-

шей частичную дезинтеграцию мировых экономических отношений. Торговая война, которая фактически началась между США и Китаем и продолжается до сих пор (пусть и не обостряясь), по сути переводит в плоскость реальных экономических действий то, что долгие годы многие очень хотели, но не решались сделать в отношениях со своими торговыми партнерами, из-за чего вынуждены были прибегать к многочисленным уловкам (с момента глобальной рецессии 2007–2008 годов количество торговых барьеров в мире заметно возросло, и сложность многих из них увеличилась). Как бы многочисленны ни были возникшие торговые барьеры, они не смогли прекратить рост мировой торговли — только затормозили динамику. А вот торговые войны могут добиться заметно большего «успеха»: если в войне Китая и США будет новый виток, то он имеет все шансы остановить практически весь рост в мировой торговле, поскольку негативно повлияет на суммарные потоки около 2 трлн долларов (если принять во внимание не только сами конфликтующие страны, но и их не вовлеченных в конфликт напрямую контрагентов — поставщиков компонентной базы и иных решений).

Негативных новостей к торговым войнам может добавить Европа: если договоренность о Brexit так и не будет достигнута, то Объединенное королевство покинет единое экономическое пространство ЕС без договоренностей, и неопределенные правила торговли и разночтения в восприятии экономических границ могут спровоцировать торговую войну в той части света. Когда три крупнейшие в мире экономики окажутся в подобном положении, едва ли мировая торговля сможет продолжать расти.

Подобное развитие событий может стать ощутимым кризисом не только в сфере торговой дипломатии (на самом деле он там давно уже наступил, и для этой сферы в нынешних событиях может уже крыться развязка), но и в мировой экономике в целом. Основная угроза для России и всего пространства ЕАЭС от этих процессов — более низкие цены на сырье. Я не сомневаюсь, что дальнейшее ухудшение динамики мировой торговли больно ударит по спросу на сырье и, как результат, по ценам на сырьевые активы.

Рисунок 2. Основные макроэкономические показатели, прогноз до 2021 года

Источник: данные Росстата, прогнозы автора

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции, %	-10.1	-0.2	4.8	2.3	1.5	2.0	1.0
Промышленное производство, %	-0.8	2.2	2.1	2.9	1.0	1.0	1.5
Инфляция, %, еор	12.9	5.4	2.5	4.3	5.0	4.5	4.0
Розничная торговля, %	-10.0	-4.6	1.3	2.6	1.0	1.5	1.0
Обменный курс (RUB/USD), еор	72.9	60.7	57.6	69.5	75	75	80
Ключевая ставка, еор	11.0	10.0	7.75	7.75	7.0	6.5	6.0
Нефть, Urals, USD/bbl	51	42	53	70	55	60	60
ВВП, %	-2.5	0.3	1.6	2.3	0.5	1.5	1.0

Удивительно, что власти России, активно критикуя на публике внешнюю (в том числе и торговую) политику США, берут с них пример и развязывают свою, пусть локальную и небольшую, но тоже торговую войну с ближайшим соседом и важным торговым партнером — Республикой Беларусь. Намерения к этому несложно услышать в словах представителей власти обеих стран, а рассмотревшись внимательнее, в традиционных спорах по поводу сельскохозяйственной продукции (молоко и т. д.), а также иных сфер, которые еще пока не на слуху (ряд сегментов машиностроения), можно увидеть и действия или высокую готовность к ним. Какие политические цели власти России и Беларуси преследуют, оценивать не мне — я экономист и обращаю лишь внимание на то, что этот кризис, в отличие от ряда предшествующих, может оказаться более затяжным и разрушительным для наших взаимоотношений. Я определенно полагаю, что мы увидим негативное влияние кризиса на общеэкономические показатели. Заметнее они, конечно, будут на индикаторах Республики Беларусь.

### В СУХОМ ОСТАТКЕ

В результате можно уверенно говорить, что даже если ни одна из угроз из обозначенных мной проблем не перейдет в острую фазу, а какие-то из них и вовсе

не случатся, то среда для ведения бизнеса в этом году в России и мире будет весьма напряженной.

Российская политическая повестка и внешний фон останутся негативными и даже в самом мягком сценарии существенно замедлят экономический рост по сравнению с прошлогодними показателями.

Я жду отрицательных темпов роста (возможно, в одном из кварталов первого полугодия) и скромных 0.5% по итогам года.

Также я полагаю, что под давлением обстоятельств власти будут вынуждены пересмотреть подходы к экономической политике, хотя бы денежно-кредитной, и Банк России возобновит снижение ставок. Я рассчитываю, что в рамках приоритетных проектов расходные статьи будут не просто перераспределены, а старые программы названы по-новому (это основные изменения, которые пока произвели в рамках 12 приоритетных для властей направлений в экономической политике), но и новые расходы будут заложены и произведены, в первую очередь в федеральном бюджете и уже в этом году.

Я не ожидаю существенного ускорения инфляции ни в ближайшие месяцы (чем пугал ЦБ, повышая ставки), ни на протяжении года или в 2020–2021 годах, что, надеюсь, развяжет руки для более продуктивных для экономического развития действий уже в середине текущего года.

# «Объемов было мало, но 2018 год стал годом перемен»

Круглый стол организаторов сделок

**П**редставители ведущих банков-организаторов, рейтинговых агентств и управляющих компаний обсудили в рамках круглого стола для «Энциклопедии секьюритизации — 2019», каким будет рынок в 2019 году после принятия Положения № 647-П, в чем преимущества однотраншевой и многотраншевой секьюритизации, нужен ли рынку маркетмейкер, каковы перспективы неипотечной секьюритизации и выпуска ИЦБ для населения, стоит ли ожидать ППС-сделки, а также какие изменения в регулировании рынок ожидает от Банка России.

Какие основные тренды ожидаются на российском рынке секьюритизации в 2019 году?



**Павел Васильев, директор в подразделении комплексного структурированного управления структурных продуктов департамента глобальных рынков, АО «Сбербанк КИБ»**

— Мы ожидаем продолжения относительно низкого интереса оригинаторов к сделкам ипотечной секьюритизации, что связано с довольно ограничивающими возможности осуществления сделок ППС-секьюритизации условиями, установленными регулятором; не все они выполнимы, по крайней мере без значительных усилий по перестройке банковских IT-систем и изменения банками условий ипотечных программ. Кроме того, сохра-

няется общая избыточная ликвидность в банковской системе, что снижает стимулы для банков привлекать новый долг с использованием секьюритизационных структур. Несмотря на это, мы ожидаем на рынке «пилотных» сделок ипотечной секьюритизации, соответствующих условиям ППС, и активизации оригинаторов иных типов активов, прежде всего портфелей лизинговых контрактов.

**Денис Скрипкин, старший менеджер, управление секьюритизации, АО ВТБ Капитал**

— Думаю, что прошлогодние тренды сохранятся. Рынок пока ищет себя, выстраиваются новые отношения между участниками. По объему и количеству сделок будет преобладать ипотека, но мы ожидаем увидеть и неипотечные сделки, прежде всего с традиционными активами, такими как кредиты

МСП, потребительские и автокредиты, но возможно и появление сделок с коммерческой недвижимостью, будущими потоками.

**Сергей Кадук, исполнительный директор, департамент секьюритизации и проектного финансирования, Совкомбанк**

— В 2019 году я ожидаю увидеть три тренда, а именно расширение списка секьюритизируемых активов, увеличение спроса на секьюритизированные продукты со стороны розничных инвесторов и расширение участия банков в качестве инвесторов в секьюритизации.

**Олег Корнилов, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк**

— Наблюдаемая уже сейчас волатильность, а также повышение ключевой ставки в 2018 году будут способствовать обратному повышению средневзвешенных ставок по всем кредитным продуктам и, как следствие, сократят темпы досрочного погашения розничных портфелей. Это сделает инструмент секьюритизации привлекательным для институциональных инвесторов. Отмена правила по начислению резервов в размере 1250% для originаторов и снижение резервирования для старших траншей повысит интерес банков к инвестированию в обеспеченные выпуски.

**Александра Веролайнен, управляющий директор, рейтинги структурированного финансирования, Эксперт РА**

— Разворот ипотечных ставок и снижение чистой процентной маржи банков создает условия для ипотечной секьюри-

тизации. Рост стоимости фондирования для банков будет стимулировать их интерес к продаже крупных ипотечных портфелей, сформированных в 2018 году, когда был достигнут рекорд по объему выдач и минимальному уровню ставок. Кроме того, рост ставок по ипотеке снизит досрочные погашения в пулах, что делает более предсказуемой амортизацию ипотечных бумаг, а это должно повысить их инвестиционную привлекательность. Есть также понимание, что с ростом ставок по ипотеке появится спред, который будет интересен банкам при классической схеме сделки секьюритизации, где через младший транш originатор получает остаточную процентную маржу.

Помимо ипотечных сделок перспективной, на наш взгляд, является секьюритизация кредитов МСП в силу наличия государственной поддержки в лице Корпорации МСП.



**Равиль Юсипов, заместитель генерального директора — руководитель операций, УК ТФГ**

— Я ожидаю оживления как траншевой классической секьюритизации (где активами выступают ипотека, МСП, автокредиты, факторинг), так и «фабричных» сделок ДОМ.РФ. В качестве еще одного тренда, который зародится на рынке секьюритизации, вижу подготовку потенциальных сделок в области лизинга, энергетических договоров о предоставлении мощности (ДПМ), ЖКХ и ГЧП / концессий.

**В 2018 году рынок пережил очевидный спад по объему и количеству новых размещений. Что явилось причиной? Каков ваш прогноз по ипотечным и неипотечным сделкам в 2019 году?**

**Олег Корнилов**

— На наш взгляд, основная причина — высокая волатильность рынка и снижение потребности originаторов в фондировании за счет ускоренного рефинансирования существующих портфелей.

Снижение количества сделок также обусловлено наличием альтернатив в виде

ОФЗ и корпоративных облигаций, которые предлагают высокую реальную доходность для УК, что сказывается на интересе последних к другим, менее ликвидным активам и требует наличия существенной премии по старшим траншам. Многие originаторы не готовы платить эту премию, они предпочитают продажу пулов



кредитов крупным инвесторам, при этом миную этап секьюритизации.

Мы ожидаем, что количество сделок будет увеличиваться, в то же время прогноз по объемам рынка в целом давать довольно непросто, так как на рынок, безусловно, будет влиять множество факторов, в том числе внешние риски российской экономики.

#### **Павел Васильев**

— Причины несущественно изменились по сравнению с 2017 годом. Это прежде всего регулирование порядка формирования резервов originаторов в отношении младшего транша, удерживаемого на балансе, что не позволяет originаторам достигать «разгрузки капитала» в результате секьюритизации, а также высокий уровень ликвидности в банковской системе России, позволяющий банкам достаточно комфортно себя чувствовать с уже имеющимися финансовыми ресурсами и не испытывать нужды в привлечении рыночной ликвидности. Вместе с тем требования к ППС-секьюритизации, вступившие в силу в середине года, позволяют достичь более благоприятного резервирования. Это дает возможность надеяться на активизацию ипотечных секьюритизационных сделок для банков-оригинаторов (однако нельзя не отметить, что реализация условий ППС-секьюритизации накладывает достаточно серьезные требования на перестройку ИТ-систем банков, что тоже может потребовать времени и для некоторых участников рынка стать преградой для вывода на рынок сделок, соответствующих этим условиям).

#### **Сергей Кадук**

— В 2018 году рынок ждал определенности от ЦБ по нормативам резервирования. Наконец было принято Положение № 647-П, которое открыло отличные перспективы для секьюритизации в 2019 году.

Мой прогноз по ипотечным сделкам на 2019 год с учетом потенциала к росту ставок не очень позитивный, так как рост ставок может съесть избыточный спред. Но для остальных видов активов — потребительских кредитов, автокредитов, лизинга — стоит ожидать прорыва. В этих активах экономика секьюритизации будет работать.



#### **Денис Скрипкин**

— Я бы не стал говорить, что рынок в 2018 году пережил спад, было проведено 7 сделок общим объемом 146.3 млрд рублей, то есть наблюдался рост по сравнению с 2017 годом, когда общий объем сделок составил 124.3 млрд рублей. Скорее, объем перераспределится в пользу одностраншевых бумаг с поручительством ДОМ.РФ. Можно ожидать, что в ближайшей перспективе одностраншевые выпуски будут превалять, но в средне- и долгосрочной перспективе каждый инструмент займет адекватную нишу. Неипотечные сделки пока эпизодические, такой «промышленный» масштаб, как в ипотеке, мы в ближайшее время вряд ли увидим, но в целом данный сектор также будет постепенно развиваться.

#### **Равиль Юсипов**

— Спад интереса со стороны originаторов произошел по причине падения кредитных ставок и наличия стабильной ситуации на денежном рынке. Банкам просто было невыгодно массово продавать пулы кредитов вплоть до конца 2018 года. Однако на рынке произошли знаменательные сделки. Примерами являются сделки ИА Металлинвест-2 и ИА БСПБ 2: это первые два выпуска ипотечных облигаций с российскими рейтингами от АКРА на уровне суверенного. Выпуск СФО ТКБ МСП 1 — это первая секьюритизация кредитов МСП с рейтингом от АКРА. Выпуск СФО Социальная инфраструктура 1 принес две новации: первая обособленная секьюритизация ГЧП и рейтинг от АКРА. Объемов было мало, но 2018 год стал годом перемен.

#### **Александра Веролайнен**

— В последние годы заметно снижение рыночных размещений по сравнению с 2014 годом. В 2018 году, как и годом ранее, состоялись всего две классические ипотечные сделки. Причины «заморозки» последних лет лежат в переходном периоде от международных рейтинговых агентств к национальным, банковском регулировании, ограничивающем инвестиции в инструменты секьюритизации, снижении

поддержки рынка классической секьюритизации со стороны государственного института развития в жилищной сфере. Также, несомненно, в 2018 году сделкам мешала общая нервозность на российском облигационном рынке вследствие обострения санкций и разворота тренда по ставкам во втором полугодии. При улучшении общей конъюнктуры можно ожидать большего количества ипотечных сделок в 2019 году.

Особо хотелось бы отметить сделки секьюритизации кредитов МСП, состоявшиеся в 2018 году, в частности дебютный выпуск секьюритизации с платформы МСП Банка. Сделка проводилась с предоставлением поручительства Корпорации МСП и под портфель небольших банков. Государственную поддержку этого сегмента рынка считаем значимым фактором его дальнейшего роста.

## В 2018 году ЦБ наконец отменил автоматический коэффициент риска 1250% для младших траншей ИЦБ. Какую реакцию рынка на это событие вы ожидаете в 2019 году?



### Сергей Кадук

— Расчет давления на капитал по новому постановлению дает 15% — это лучше, чем для облигаций «Фабрики ИЦБ» (20%) или обычных бондов (100%). Благодаря низкому давлению на капитал банки-инвесторы смогут довольствоваться более низкой маржой, что, в свою очередь, сделает секьюритизацию экономически эффективной для банков-оригинаторов.

До Положения № 647-П рынок не имел стимулов для выпусков секьюритизации, поэтому я ожидаю позитивную реакцию рынка в 2019 году.

### Денис Скрипкин

— Я не думаю, что рынок бурно отреагирует на это событие. Коэффициент 1250% по младшим облигациям не был препятствием для сделок, участники рынка выработали решения, позволявшие даже в тех условиях сохранить экономику сделки на приемлемом для оригинатора уровне. Внешне в сделках вновь могут появиться младшие транши в виде облигаций, но основным драйвером была и будет общая экономическая эффективность. Если проведение сделки будет выгодно банку-оригинатору, прежде всего с точки зрения фондирования, то соответствующие сделки будут реализованы вне зависимости от конкретной формы того или иного структурного элемента.

### Павел Васильев

— Рынок и в прошлом, после введения данной нормы, достаточно быстро выработал меры, которые фактически сделали этот, по своей сути пресекательный коэффициент на практике не применявшимся: вместо младшего транша облигаций использовали иные инструменты — субординированные займы, гарантии и поручительства, которые взвешивались с повышенным коэффициентом риска, но все же далеким от уровня в 1250%. Поэтому отмена указанного коэффициента риска для младших траншей, на наш взгляд, революционных изменений на «секьюритизационном поле» за собой не повлечет.

### Александра Веролайнен

— По нашим оценкам, будущие сделки секьюритизации будут структурироваться таким образом, чтобы иметь возможность рассчитывать коэффициенты риска в соответствии со стандартизированным подходом. Введение стандартизированного подхода, в соответствии с которым величина коэффициента риска по приобретаемой позиции зависит от индивидуальных характеристик сделки, безусловно, является позитивом для рынка. Снижение коэффициентов риска до предельных величин видится достижимым в первую очередь для оригинаторов, поскольку они изначально обладают более полной информацией о характеристиках пула. Эффект для рынка можно будет оценить только из практики применения инвесторами сниженных коэффициентов риска и

последующих результатов проверок Банком России таких инвестиций.

#### **Равиль Юсипов**

— Ожидаю только положительную реакцию. Банки всегда борются за капитал, эффективная утилизация капитала — это

один из наиважнейших моментов в современном банковском мире. Проблема «1250» была существенной, но ее научились купировать. Главное, что может стимулировать originаторов к новым сделкам, — это рост ставок и недостаток капитала в банках.

Понятие ППС–секьюритизации было утверждено ЦБ в 2018 году. Насколько выполнимы ее 16 условий, какие риски и обязательства это несет для инвесторов и originаторов? Стоит ли ожидать ППС–выпуски в ближайшее время?

#### **Павел Васильев**

— Почти все условия должны быть выполнимы для банков, выдающих и обслуживающих ипотечные кредиты в существенных объемах не первый год. IT-системы таких (специализированных ипотечных или универсальных) кредитных организаций позволяют формировать необходимые для выполнения условий ППС–секьюритизации отчеты. Наиболее проблематичным представляется соблюдение (для некоторых ипотечных программ, представленных на рынке) требования соотношения годовых платежей по ипотечному кредиту к доходу заемщика на уровне не более 33%.

Мы ожидаем увидеть несколько ППС–выпусков на рынке в 2019 году.

#### **Денис Скрипкин**

— Представляется, что текущая редакция условий ППС достаточно агрессивна в части требований по раскрытию информации по активам и юридической документации. По части условий требуются дополнительные разъяснения регулятора, так что в ближайшей перспективе появление ППС–выпусков маловероятно. Но все определяется экономикой, если это будет по каким-либо причинам привлекательно для originаторов, сделки не заставят себя ждать.

#### **Сергей Кадук**

— Да, стоит ожидать попыток выпустить ППС–сделки, но их практическая реализация вызовет много трудностей. В первую очередь требует ответа вопрос, кто и как

часто будет верифицировать, что все 16 условий выполнены.



#### **Олег Корнилов**

— Некоторые из заявленных критериев довольно неоднозначны, вероятнее всего потребуются консолидированное мнение участников рынка и разъяснения со стороны регулятора для унификации данного подхода. Чтобы проверить выполнимость подхода, нужен практический опыт.

Главный риск заключается в применении резервного подхода — коэффициента 1250% к облигациям любой очередности исполнения обязательств, в частности, при отсутствии ежемесячного раскрытия или обновления информации о качественных и количественных характеристиках портфеля, рискованных позициях, распределении платежей по сделке и так далее. ППС–выпуски имеют хорошую перспективу, но вряд ли мы увидим их в ближайшее время на рынке.

#### **Равиль Юсипов**

— ППС — важный, но все-таки нишевый инструмент для текущего состояния рынка секьюритизации. Пока практика фидуциарной ответственности всех участников сделок требует наработки. Потенциальные инвесторы не готовы «идти» в сделки без внешних рейтингов по разным причинам: регулирование, нежелание, непонимание и так далее. Если

сделки ППС в 2019 году и появятся, то они будут клубными и закрытыми.

#### **Александра Веролайн**

— Критерии ППС-секьюритизации довольно сложно выполнимы на практике. Требуется самостоятельное суждение инвесторов и оригинаторов о соответствии критериям без ясного принципа обеспечения верификации такой оценки и единообразия

трактовок, также присутствует риск перекалфикации этих вложений регулятором. Особо стоит отметить отсутствие возможности распространения преимуществ ППС-секьюритизации на револьверные сделки, что фактически ограничивает ее применение ипотечным рынком. Эффект введения ППС-секьюритизации для рынка можно будет оценить только из складывающейся практики.

## Какой будет структура инвесторов в 2019 году? Рассчитываете ли вы на приток рыночных инвесторов и увеличение ликвидности вследствие вступления в силу нового порядка оценки кредитного риска?

#### **Павел Васильев**

— Ожидаем, что пенсионные фонды и управляющие компании останутся основными инвесторами на рынке ипотечных облигаций. При этом у пенсионных фондов существенно ограничены объемы притока новой ликвидности в силу продолжающейся «заморозки» накопительной части пенсии граждан, то есть для этих инвесторов речь будет идти скорее о реинвестировании денежных средств, полученных от погашения имеющихся в портфелях активов и изменения долей различных классов инвестиционных активов.

Интерес к рынку начинают проявлять и физические лица (особенно в условиях снижающейся процентной ставки по традиционным продуктам с фиксированной доходностью — банковским вкладам и облигациям), однако пока их доля на этом рынке остается весьма незначительной; связано это прежде всего с отсутствием стандартизированной информации по секьюритизационным сделкам, их сложностью и весьма ограниченной, по сравнению с «обычными» облигациями, ликвидностью этого рынка.

#### **Олег Корнилов**

— Мы ожидаем, что постепенно среди инвесторов кроме традиционных крупных УК будут появляться банки. Они позволят рынку сформировать ликвидность, что также привлечет на него дополнительных игроков и положительно скажется на ценообразовании выпусков. Новый порядок направлен на повышение интереса кредит-

ных организаций к инвестированию в выпуски секьюритизации, однако возможность применения резервного подхода, допускающего значительное увеличение коэффициента риска в отношении приобретаемых облигаций старших траншей, может оказать существенное негативное влияние на положение инвесторов и снизить привлекательность таких бумаг. Потребуется разработка защитных механизмов, чтобы исключить коэффициент 1250%.

Кроме того, снижение ожидаемой скорости досрочного погашения, нормализация спредов по корпоративным облигациям и начало работы системы индивидуального пенсионного капитала должны способствовать повышению интереса к этому рынку со стороны УК и индивидуальных инвесторов.

#### **Денис Скрипкин**

— Все будет зависеть от рыночной конъюнктуры и сравнительной доходности альтернативных инструментов. Доходность секьюритизационных бумаг ограничена доходностью базового актива, который мог быть сформирован при иных внешних условиях. С другой стороны, вложения в структурированные инструменты требуют наличия соответствующей квалификации персонала инвестора, создания аналитического инструментария, что сопровождается дополнительными затратами, которые инвестор переносит на требуемую доходность. Если не случится значительных стрессов, то существующая инвесторская база будет постепенно расти по мере увеличения объемов рынка.

**Сергей Кадук**

— С учетом Постановления № 647-П мы сможем предлагать секьюритизационные выпуски банкам-инвесторам, поэтому я ожидаю серьезного прорыва в этом направлении. Кроме того, частные инвесторы начинают играть все большую роль на облигационном рынке, наблюдается тренд на увеличение их доли в размещениях.

**Равиль Юсипов**

— Последнее размещение ИА БСПб 2 показало, что круг инвесторов расширился. Уже можно насчитать 7–8 профессиональных участников (помимо институтов развития), которые готовы участвовать в разных выпусках на постоянной основе. Стали

даже появляться инвесторы — физические лица. На рынке сформировался твердый костяк инвесторов, но новые игроки всегда приветствуются.

**Александра Веролайнен**

— На наш взгляд, не видно оснований для изменения структуры инвесторов в выпуски в рамках сделок секьюритизации. Приток новых инвесторов и увеличение ликвидности как результат новаций Положения № 647-П произойдет скорее в 2020 году, когда будет накоплена практика его применения.

Часто упоминается, что рынку секьюритизации нужен провайдер ликвидности, маркетмейкер. Существует ли на рынке институт, который должен официально взять на себя эту функцию, почему его до сих пор нет? Какие препятствия стоят на его пути?

**Сергей Кадук**

— Отсутствие маркетмейкера — важная проблема. Источником ее является низкий объем секьюритизационных выпусков, что делает экономически неэффективным для банков иметь в штате аналитика для представления ежедневных котировок на основе меняющегося портфеля. Прайсинг секьюритизаций является трудозатратной задачей, требующей понимания структуры выпуска, наличия моделей, прогнозов по скоростям досрочных погашений, дефолтам и так далее.

Для ипотечного рынка функцию маркетмейкера берет на себя, но в крайне ограниченных объемах, ДОМ.РФ. Рынку мог бы помочь и регулятор, если бы секьюритизационные выпуски с высоким рейтингом автоматически включались в Ломбардный список. Рынку секьюритизаций нужно набрать объем — без поддержки ЦБ и государственных институтов развития это сделать сложно.

**Денис Скрипкин**

— АО ВТБ Капитал совместно с ДОМ.РФ выполняет функции маркетмейкера по ряду выпусков ипотечных ценных бумаг. Так что

такой институт де-факто уже существует. Официально навязать кому-то эту функцию будет сложно и нецелесообразно. Все должно диктовать экономика. Основным риском для маркетмейкера является то, что при ухудшении ситуации на рынке он рискует получить на свой баланс значительный неликвидный актив. В идеале маркетмейкеров должно быть несколько, чтобы снизить этот риск, как, собственно, и происходит на рынке ИЦБ.

**Олег Корнилов**

— На наш взгляд, маркетмейкер вряд ли позволит сформировать необходимую ликвидность. Необходимо создать условия, при которых нормативная нагрузка на секьюритизированные бумаги будет не хуже, чем на стандартные корпоративные облигации (plain vanilla), и тогда рынок получит существенный толчок для развития.

**Равиль Юсипов**

— По своей сути секьюритизация — это все-таки инструмент «до погашения», особенно та, в которой базовым активом не является пул однородных ссуд. По ипо-

течным ценным бумагам всегда есть котировки ДОМ.РФ. Некоторые игроки в любое время готовы поставить bid или offer на рынке. Я считаю, что неправильно будет силой (законом) уполномочить кого-то исполнять функцию маркетмейкера. Главное — создать условия (например, включение в Ломбардный список, РЕПО с ЦК и т. д.) и повысить уровень образова-

ния на рынке, тогда игроки сами начнут котировать бумаги.

#### **Александр Веролайн**

— Логичным было бы принятие таких функций на себя институтом развития в жилищной сфере. Тем не менее стратегия ДОМ.РФ. предполагает развитие рынка через другие инструменты.

После запуска ОФЗ–н набирает популярность размещение облигаций для населения. Есть ли перспективы выпуска ипотечных облигаций для населения? Что будет мотивировать население покупать облигации? Слово «ипотечные» несет в себе негативный оттенок, что должны сделать государственные и негосударственные институты в части развития финансовой грамотности населения?

#### **Павел Васильев**

— В нашей практике «ипотечность» ценных бумаг не влекла негативного их восприятия инвесторами — физическими лицами. Однако до сих пор традиционно физические лица не приобретали ипотечные облигации в сколь-нибудь значительном объеме. Снижение прежде довольно высоких номинальных ставок по классическим банковским продуктам — вкладам привело к перетoku значительной части вкладов населения на рынок облигаций как — первоначально — в ОФЗ, так и в корпоративные облигации. Последняя тенденция стала заметной именно в 2018 году. Будучи более сложными по своей структуре и «тяжелыми» с точки зрения юридической документации, ипотечные облигации стоят дальше в очереди тех объектов инвестиций, на которые обращает внимание население.

Ограниченная ликвидность инструментов также не добавляет привлекательности (хотя можно отметить, что рост интереса физических лиц к ипотечным облигациям как объекту инвестиций как раз и приведет к повышению ликвидности в этом сегменте).

Представляется, что появление выпусков ипотечных ценных бумаг, соответствующих критериям ППС–секьюритизации, позволит сделать эти бумаги более понятными для индивидуальных инвесторов, а в случае продолжения цикла снижения доходности

«ванильных» инструментов даст инвесторам хорошую возможность альтернативных вложений своих денег.

#### **Денис Скрипкин**

— Я не думаю, что слово «ипотечные» как-то сильно повлияет на желание частного инвестора покупать эти бумаги. Как показывает опыт, состоятельные клиенты довольно активно вкладываются в структурные инструменты, если их устраивает доходность. Безусловно, классические ипотечные бумаги несут дополнительный риск досрочных погашений, который трудно оценить неквалифицированному инвестору. Но если структурно этот риск минимизировать и предложить клиентам ставку выше, чем они смогут заработать на сравнимых инструментах, то данный продукт может стать интересным и для массового потребителя.

#### **Сергей Кадук**

— Я не вижу никакого негатива в слове «ипотечные». Наоборот, «ипотечные» — значит, надежные!

Для неквалифицированных инвесторов ипотечная бумага должна иметь четкую амортизационную структуру. Фиксированная амортизация в ипотечном выпуске — это почти корпоративный бонд, но более дорогой для эмитента. ВТБ в рамках

«Фабрики ИЦБ» сейчас готовит подобный выпуск: экономического смысла для банка в этом нет, итогом будет привлечение средств на 1–1.5% дороже, чем через обычный бонд. Но для развития рынка и, в частности, привлечения розничных инвесторов — это хороший шаг.

#### **Олег Корнилов**

— На наш взгляд, рынок секьюритизированных бумаг пока не очень интересен для физических лиц (из-за длинной дюрации и неликвидности). В то же время мы видим всё увеличивающуюся активность инвесторов на рынке корпоративных облигаций, что постепенно, по мере приобретения опыта инвесторами, подготовит почву для притока средств и на рынок обеспеченного долга как более высокодоходного и надежного.

#### **Равиль Юсипов**

— В моем понимании, если уж страховые компании и крупные банки успешно размещают среди физических лиц ИСЖ, структурные ноты и субординированные облигации, то ипотечные бумаги вообще никого не испугают: они несут значительную премию к корпоративным облигациям и ОФЗ. Тут важно другое — комиссия продавца. Агрессив-

ные техники продаж со стороны страховых компаний и инвестиционных подразделений банков позволяют платить высокие комиссионные, и именно они являются основным драйвером продаж подобных продуктов. Коэффициенты обратной конверсии физических лиц в подобные продукты низки, и рынок начинает это переосмысливать. Дайте время, и народные ипотечные облигации будут уходить, как горячие пирожки, но регулятивно надо создать одинаковые условия комиссионных выплат для инвестиционных продуктов.

#### **Александра Веролайн**

— Ипотечные облигации, несмотря на высокое кредитное качество, сравнимое с ОФЗ, не обладают фиксированным графиком амортизации и имеют более сложный механизм определения справедливой стоимости. По этим причинам есть сложности в расширении практики инвестирования в ипотечные бумаги среди профессионального сообщества, не говоря уже о населении. Кроме того, ипотечные ценные бумаги — это долгосрочный инвестиционный инструмент, что также делает его менее привлекательным в глазах частного инвестора.

**С момента запуска программы одностраншевой секьюритизации прошло уже два года. Что предпочтительнее для инвесторов: одностраншевая или многотраншевая секьюритизация? Сформулируйте плюсы и минусы обеих программ.**

#### **Сергей Кадук**

— Одностраншевые облигации в мировой практике секьюритизации занимают весьма малый объем. Это совсем не мейнстрим. Почему? Потому что многотраншевая секьюритизация не создает прибавочного продукта.

Суммарная стоимость траншей в многотраншевой сделке за счет продажи конкретного риска конкретным инвесторам выше, чем стоимость портфеля плюс расходы на выпуск. Экономика работает!

Одностраншевая сделка — это по сути продажа необработанного материала — ипотечного портфеля — инвесторам. Без «костыля» в виде регулятивного разреше-

ния от ЦБ взвешивать инвестиции в бумаги «Фабрики ИЦБ» под 20% прибавочного продукта не создавалось бы вовсе. Второй «костыль» — это процентный своп из «флоатера» в фиксированную ставку, позволяющий привлечь инвесторов, которые совершенно не готовы брать инструмент «Фабрики ИЦБ» с плавающей ставкой. Я очень сомневаюсь, что для ВТБ экономика выпуска бумаг в «Фабрике ИЦБ» с учетом свопа положительна. После выхода Положения № 647-П действие первого «костыля» прекращается: старшие транши многотраншевых секьюритизаций теперь можно взвешивать под 15%. Так что перспективы «Фабрики ИЦБ» совсем не радужные.

В российской практике многотраншевые выпуски — это обычно двухтраншевые структуры, они продолжают развиваться.

#### **Павел Васильев**

— Оба формата имеют право на существование. Для однотраншевой секьюритизации важна максимальная стандартизация ипотечных кредитов, входящих в пул, и соответствие их достаточно жестким критериям ДОМ.РФ — в отношении как объекта недвижимости, так и индивидуальных условий, предъявляемых к заемщику, его финансовому положению и кредитной истории. Многотраншевая секьюритизация позволяет более гибко подходить к пулам и достигать хорошего кредитного качества старшего транша за счет использования не только соотношения между старшим и младшим траншами, но и дополнительно используемых инструментов улучшения кредитного качества выпускаемых облигаций.

Нельзя также забывать о регуляторном стимуле для облигаций, выпускаемых в рамках однотраншевой секьюритизации под поручительство института развития, в виде взвешивания по риску с весом 20%. С точки зрения экономики для оригинатора, необходимо оценить целесообразность и размер взимаемого за поручительство вознаграждения против дополнительных расходов на присвоение кредитного рейтинга, необходимого в многотраншевой секьюритизации для обеспечения возможности инвестирования средств пенсионных резервов и накоплений.

#### **Денис Скрипкин**

— Поскольку у разных инвесторов могут быть разные (а иногда противоположные) требования к инструментам инвестиций, однозначно сформулировать плюсы и минусы данных продуктов для всех довольно затруднительно.

Однотраншевые бумаги в текущем их виде — это стандартизированный, практически «коробочный» продукт (хотя и здесь уже существует определенная вариативность параметров облигаций), ориентированный на широкий круг инвесторов, которые еще не обладают глубокими экспертными знаниями в данном вопросе, но хотели бы попробовать себя на этом рынке с минимальными затратами и риском.

Многотраншевые бумаги представляют собой очень гибкий инструмент, позволяющий точно настроить параметры «риск — доходность» под нужды определенного класса инвесторов или даже конкретного инвестора, но для анализа таких структур требуется большой опыт и квалификация аналитиков и риск-менеджмента.

#### **Олег Корнилов**

— Многотраншевая секьюритизация наилучшим образом приспособлена к запросам инвесторов. Перераспределение денежных потоков от купона и номинала среди различных облигационных классов позволяет создавать долговые инструменты с самыми разными коэффициентами «доходность / дюрация».

Однотраншевая секьюритизация характеризуется простой, понятной структурой, более доступной для инвестиционного анализа (принимая во внимание конечный риск ДОМ.РФ), а также регулятивными льготами для банков-оригинаторов.

#### **Александра Веролойнен**

— «Фабричные» сделки формируют основную объем рынка ипотечной секьюритизации последние два года. В 2018 году состоялись 5 размещений «ДОМ.РФ Ипотечный агент» на общую сумму 137 млрд рублей против 109 млрд рублей в 2017 году. К преимуществам однотраншевой секьюритизации можно отнести высокую скорость и стандартизованность выпуска, отсутствие разовых крупных затрат со стороны оригинатора на выкуп младшего транша, суверенный уровень кредитного риска поручителя, сниженные коэффициенты риска по бумагам и тому подобное.

Однако концентрация однотраншевых сделок на портфелях государственных банков не позволяет говорить о том, что этот механизм стал проводником ликвидности для ипотечного рынка. Перекоп в сторону «фабричных» сделок вызывает опасения, связанные с высокой концентрацией на одном объекте кредитного риска для инвесторов, а также с ограниченными возможностями для развития ликвидного рынка ипотечных ценных бумаг из-за однотраншевой спецификации.

В рамках «фабричных» сделок с целью повышения их инвестиционной привле-



кательности появились выпуски с фиксированным купоном через механизм свопа, а также планируются размещения бумаг с фиксированной амортизацией. Свop с оригинатором в таких сделках по сути выполняет роль младшего транша. Вместе с тем получение процентной маржи по пулу оригинатором через продажу выкупленных при размещении облигаций по цене выше номинала снижает их привлекательность для инвесторов из-за усиления для них процентного риска таких вложений. Младший транш видится в этой связи более рыночным и эффективным инструментом как абсорбирования дефолтов, так и получения процентной маржи оригинатором.

В конечном счете выбор оригинатора в пользу одностраншевых или многотраншевых выпусков зависит от его экономических выгод от сделки, которые диктуются в том числе характеристиками пула. Низкий спред между средневзвешенной ставкой по пулу (за вычетом всех расходов) и купоном по облигациям мог создавать интерес к сделкам в рамках «фабрики» для него-

сударственных банков. Разворот ставок и расширение спреда должны вернуть интерес рынка к многотраншевым выпускам.

#### **Равиль Юсипов**

— Оба формата могут существовать. Но я глубоко убежден, что многотраншевая секьюритизация для рынка предпочтительнее. Главным недостатком одностраншевой секьюритизации, и в особенности «фабричных» сделок, является накопление риска на одном эмитенте. Многотраншевая секьюритизация помимо всех известных плюсов для инвестора (обособление, true sale, кредитное усиление) несет оригинаторам (банкам) и рынку очень важный положительный эффект. В процессе подготовки сделки секьюритизации банк видит все свои слабые операционные места, меняет технологическую платформу и выходит на совершенно другой уровень прозрачности, мышления и понимания банковского бизнеса. Ведь современные реалии требуют от банков перехода от классической формулы «риск на капитал» к новой парадигме — транзакционному банкингу.

## Есть ли вероятность, что после отмены коэффициента риска 1250% вернется спрос на классические многотраншевые сделки? Почему и насколько вырастет объем новых размещений?

#### **Павел Васильев**

— Мы не ожидаем революционного увеличения количества многотраншевых секьюритизационных сделок в 2019 году, и отмена коэффициента риска в размере 1250% не изменит, на наш взгляд, эту тенденцию (рынок давно выработал способы удержания риска, близкие по экономике и риск-профилю покупке облигаций младшего транша, но не влекущих за собой столь обременительного резервирования). Однако рост многотраншевых сделок ожидается — наравне с ростом всего рынка ипотечных секьюритизаций.

Скорее, мы ожидали бы появления многотраншевых сделок, соответствующих условиям ППС-секьюритизации, как имеющих благоприятное регулирование с точки зрения нагрузки на капитал и потенциально более привлекательных для широкого круга инвесторов, что не может не привести

к снижению доходности подобных ценных бумаг по сравнению с менее прозрачными и юридически «тяжелыми» выпусками.

#### **Олег Корнилов**

— Новое регулирование значительно повышает эффективность сделки для оригинатора и инвестора в старшие транши, позволяя выбрать наиболее результативный подход к расчету риска при структурировании. В этой связи мы ожидаем постепенное оживление рынка в целом, в том числе рост числа неипотечных сделок.

#### **Денис Скрипкин**

— Спрос на классические многотраншевые сделки не исчезал как со стороны оригинаторов, так и со стороны инвесторов. Объем новых размещений зависит от целого ряда факторов, не только от коэффициента риска. По мере стабилизации рынка,

адаптации его участников к новым правилам игры мы, безусловно, увидим новые размещения в этом сегменте.

#### **Сергей Кадук**

— Да, я ожидаю роста размещений классической секьюритизации. Объемы сложно предсказать, так как это зависит от многих факторов, в том числе макроэкономических и политических.

#### **Александра Веролайнен**

— В условиях жесткого коэффициента по младшему траншу на рынке появилась практика структурирования одностраншевых сделок с избыточным обеспечением в виде субординированного кредита от банка-оригинатора. Такое структурирова-

ние позволяло обходить запретительный коэффициент 1250% по младшему траншу, однако этот способ не лишен возможности переквалификации регулятором. Отмена коэффициента 1250% по младшему траншу должна снять эту проблему для банков-оригинаторов и вернуть классические многотраншевые выпуски на рынок.

#### **Равиль Юсипов**

— Конечно, вероятность есть. Это уже происходит: успешные размещения декабря СФО ТКБ МСП 1 и ИА БСПб 2 являются тому примером. Но проблема «1250» никогда не снижала спроса у инвесторов — она уменьшала экономику сделки для оригинатора, но для успешности рынка нужен баланс обеих сторон.

**В 2018 году анонсирована еще одна сделка секьюритизации кредитов МСП. Ожидаете ли вы новые сделки в этом сегменте в 2019 году? Являются ли кредиты МСП самым перспективным активом неипотечной секьюритизации?**

#### **Денис Скрипкин**

— Внимание государственных органов к данному сектору экономики, а также наличие специализированного института развития, готового выступать как инвестором, так и поручителем по бумагам, обеспеченным кредитами МСП, повышает привлекательность таких сделок для участников рынка. Негативным фактором может стать отсутствие такой стандартизации кредитного процесса и кредитной документации, которую мы видим в розничном кредитовании, ипотеке.

#### **Павел Васильев**

— Кредиты МСП — действительно очевидный, после ипотечных портфелей, объект для секьюритизации. При этом государство многое делает для стимулирования именно этого рынка, считая его локомотивом экономики, решающим зачастую не только экономические, но и социальные проблемы.

#### **Сергей Кадук**

— Размещения секьюритизаций МСП могут быть продолжены благодаря поддержке со стороны МСП-банка. При этом

кредит МСП — не самый простой актив для секьюритизации, кроме того, ограничено количество банков, имеющих достаточный портфель и хорошую IT-систему для реализации сделки. Вряд ли мы увидим более 2–3 сделок МСП в 2019 году.

#### **Равиль Юсипов**

— Да, ожидаю. Сделки СФО ПСБ МСБ 2015 и СФО МОС МСП 1 показывают, что малый и средний бизнес являются ответственными заемщиками. Риск в таких кредитах является счетной задачей, и он управляем. Для большинства предпринимателей свой бизнес является делом всей жизни, и люди борются за него до последнего. Развитие МСП является наиболее приоритетной задачей для нашей экономики, и я думаю, что здесь необходимо растить компетенции.

#### **Александра Веролайнен**

— Кредиты МСП могут рассматриваться как наиболее перспективный актив для секьюритизации, главным образом по причине наличия поддерживающей государственной структуры в виде МСП Банка и Корпорации МСП. Содействие рынку

может проводиться через прямое участие в сделках в качестве инвестора, выполненные роли резервного сервисера и / или расчетного агента, помощь в структурировании и организации выпусков и пре-

доставление поручительства при размещениях с платформы МСП Банка. На наш взгляд, на дебютном выпуске был отработан механизм, который может масштабироваться в этом году.

## Какие еще неипотечные активы можно секьюритизировать в России? Способствует ли Положение № 647–П новым неипотечным сделкам? Что мешает рынку секьюритизировать неипотечные активы?

### Денис Скрипкин

— После принятия в декабре 2013 года Федерального закона № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», известного в профессиональной среде как «Закон о секьюритизации», по российскому праву можно секьюритизировать практически любые денежные требования, причем даже такие, которые возникнут в будущем из будущих обязательств. С точки зрения регулирования непроходимых препятствий для секьюритизации активов нет, Положение № 647-П позволяет банкам достичь пониженных коэффициентов риска при расчете нагрузки на капитал, что должно повысить их интерес к подобного рода инструментам.

Тормозящими факторами в данном случае являются отсутствие достаточного количества квалифицированных инвесторов, способных оценивать сложные структурные инструменты, а также дополнительные требования к банковским ИТ-системам, необходимым для обслуживания сделок секьюритизации, особенно сделок с револьверным периодом.

### Олег Корнилов

— Новые сделки, безусловно, ожидаем в сегменте МСП, исходя из стратегической цели его развития и активной работы Федеральной корпорации по развитию малого и среднего предпринимательства.

Стандартизация процессов и универсальный подход к МСП-сделкам делает их более привлекательными по сравнению со сделками с иными неипотечными активами. Однако не стоит исключать потенциал сделок с другими активами, в первую очередь автокредитами и лизингом.

### Сергей Кадук

— Я жду секьюритизаций в авто- и потребительском кредитовании. На мой взгляд, это наиболее понятные, после ипотечных, активы для инвесторов.

### Павел Васильев

— Кроме секьюритизации кредитов МСП мы ожидаем выхода на рынок (или по крайней мере подготовки в достаточной степени) до конца 2019 года нескольких сделок секьюритизации портфелей лизинговых контрактов, однако эта сфера активов характеризуется более сложной структурой и сохраняющейся до сих пор неопределенностью налоговых аспектов сделки по обособлению активов от лизингодателя-оригинатора.

### Александра Веролайнен

— Кредиты МСП и автокредиты можно назвать наиболее перспективными активами для неипотечных сделок. Пулы кредитов МСП характеризуются меньшей однородностью и стандартизованностью денежных потоков в силу разнообразия условий ссуд и характеристик заемщиков, а также большей волатильностью уровня просроченной задолженности при изменении экономических условий. Но у этого рынка есть поддержка в лице Корпорации МСП, которая уже провела дебютную сделку в конце 2018 года на мультиоригинаторной основе с предоставлением поручительства.

Автокредиты нельзя назвать активно растущим рынком, но они могут формировать стандартизируемое и прогнозируемое с точки зрения денежного потока обеспечение. Кроме того, помимо достижимости критерия однородности такие сделки содержат достаточный избыточный спред, чтобы быть интересными для бан-

ков-оригинаторов. Наиболее ожидаемым считаем выход на рынок секьюритизации банков-монолайнеров автопроизводителей. Их доля за последние 5 лет удвоилась на российском рынке автокредитования. Тем не менее если в сделках секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу МСП Банк может служить якорным инвестором для запуска таких сделок, то для автокредитов вопрос инвесторской базы стоит более остро.

#### **Равиль Юсипов**

— Я считаю, что не только банки могут быть оригинаторами сделок. Сделки могут прийти со стороны энергетиков, коммерческой недвижимости, факторинга, лизинга, ГЧП / концессий. Уже наблюдается интерес в этой области, и люди начинают первые расчеты потенциальных сделок. Среди банковских наиболее вероятные активы — это автокредиты, МСП, потребительские кредиты, ГЧП / концессии.

## Какие изменения в регулировании вы ожидаете от Банка России в 2019 году? Что еще необходимо для создания комфортной регуляторной среды?

#### **Павел Васильев**

— Ожидаем расширения возможностей для инвестирования средств институциональных инвесторов: пенсионных фондов и страховщиков в секьюритизированные ценные бумаги. Сегодняшние ограничения, в ситуации ограниченности доступных на рынке объектов для инвестиций, не стимулируют инвесторов проводить детальный анализ предлагаемых ценных бумаг, а оригинаторов — работать над улучшением структуры сделок, стремясь снизить риски для инвестора.

Более понятные правила для категоризации инвесторов по уровню их квалификации и требования к раскрытию рисков предлагаемых инвестиционных продуктов, планируемые регулятором уже в 2019 году, приведут к уменьшению количества предложений высокодоходных, но при этом высокорисковых инвестиций, что будет иметь благоприятный эффект для продажи менее маржинальных, но высококачественных с точки зрения рисков инвестора продуктов — в том числе облигаций, обеспеченных разнообразными типами активов.

#### **Сергей Кадук**

— Я, наверное, впервые за карьеру полностью доволен регулированием Банка России. Прошу ничего не менять хотя бы пять лет. Добавлю только, что для поддержки рынка секьюритизации необходим Ломбардный список как источник ликвидности. ЦБ сейчас прикрывает использование Ломбардного списка в принципе, но для выпусков секьюритизации по причине

их ограниченной ликвидности РЕПО с ЦК не является полноценной заменой. Старшие транши, имеющие рейтинг на уровне суверенного, должны автоматически включаться в Ломбардный список.

#### **Олег Корнилов**

— Внедрение электронной закладной позволит сделать процесс оборота закладных более простым, включая процедуру передачи закладных для формирования ипотечного покрытия облигаций. Это сократит сроки и стоимость реализации ипотечных сделок. Изменения правил осуществления эмиссии ценных бумаг, вступающие в силу в 2020 году в части секьюритизации, позволят выпускать биржевые облигации с залоговым обеспечением, упростят порядок изменения сведений о банковских реквизитах залогового счета.

#### **Денис Скрипкин**

— Для участников рынка важна не только комфортная регуляторная среда, но и ее стабильность. Сейчас рынок находится в стадии адаптации, «переваривания» последних нормативных изменений, в частности Положения № 647-П. В целом законодательная база для проведения сделок секьюритизации широкого спектра активов в России существует, так что, по моему мнению, для рыночных игроков сейчас важно не ее постоянное улучшение, а скорее «тонкая настройка» и разъяснение регулятором своей позиции по некоторым дискуссионным моментам.

**Равиль Юсипов**

— В части регулирования деятельности НПФ, осуществляющих ОПС, в Положении № 580-П необходимо из п.1.1.2 выделить секьюритизацию как обособленный класс облигаций с отдельным лимитом и требованиями по минимальным рейтингам. В части учета для всех участников: оценочным центром, чьи котировки используются для определения справедливой стоимости, необходимо перейти на рейтинги российских агентств. В части рейтингов нужно привести в соответствие со всеми законодательными актами банковской и пенсионной отраслей рейтинги структурированного финансирования.

**Александра Веролайнен**

— Наиболее важной видится отмена 10%-ного лимита от портфеля на инвестирование пенсионных накоплений НПФ в ипотечные ценные бумаги, которые подпадают под это ограничение в силу специфики амортизации. Кредитное качество таких бумаг соответствует требованиям к инвестициям НПФ. Кроме того, именно управляющие НПФ могут обладать достаточной экспертизой и ресурсами для оценки таких бумаг. Исключение для ипотечных ценных бумаг в регулировании инвестиций НПФ позволило бы расширить инвесторскую базу.

# «Главное для originатора — стабильность регуляторного окружения»

## Круглый стол originаторов сделок

**К**рупнейшие originаторы сделок на российском рынке и аудиторско-консалтинговые компании обсудили в рамках круглого стола для «Энциклопедии российской секьюритизации — 2019», какие перспективы открывает Положение № 647-П, каковы планы по размещениям у originаторов на 2019 год, какой формат сделки секьюритизации привлекательнее, какую роль играют рейтинговые агентства и есть ли налоговые последствия для originаторов при секьюритизации неипотечных активов.

В 2018 году ЦБ наконец отменил автоматический коэффициент риска 1250% для младших траншей ИЦБ. Как вы оцениваете это событие с позиции originатора?

**Леонид Бельченко, начальник отдела долгового финансирования, Абсолют Банк**

— Ипотечные облигации выпускаются на срок от 5 лет, и главное для originатора — это стабильность регуляторного окружения. Новое Положение Банка России № 647-П, очевидно, сыграет позитивную роль — на рынке появились понятные правила игры. Несмотря на то что определенные пункты еще требуют доработки (в частности, сложность с расчетом коэффициента риска для банков-инвесторов, трудности с выкупом дефолтных кредитов), мы расцениваем эти нововведения позитивно и надеемся на отсутствие существенных изменений в документе в среднесрочной перспективе. Рынок секьюритизации несколько лет находился под большим стрессом, и для его развития важно, чтобы у участников была уверенность в завтрашнем дне.

**Селим Агарзаев, заместитель председателя правления — начальник казначейства, Металлинвестбанк**

— Возможность использования субординированных кредитов для целей кредитной поддержки старших траншей ИЦБ снизила актуальность данного решения ЦБ. Тем не менее использование в будущих сделках младших траншей без «запретительного» веса более удобно для originатора и послужит развитию рынка.

**Артем Захаров, заместитель директора — начальник отдела рынков капитала и структурированного финансирования, дирекция по работе с финансовыми институтами, Банк «Санкт-Петербург»**

— В целом, это позитивное изменение, которое четко определяет расчет коэффициентов риска для originатора и инвесторов,

а также позволяет структурировать сделки по понятным правилам.

**Виктор Киселев, директор департамента структурного финансирования, МСП Банк**

— Вступление в силу нового Положения ЦБ № 647-П об оценке кредитного риска по сделкам секьюритизации — это, безуслов-

но, положительное событие для рынка. Двумя ключевыми моментами в новом регулировании являются снятие неопределенности по применению повышенного коэффициента риска 1250% по младшим траншам для банков-оригинаторов и внедрение регулятивной формулы для расчета коэффициента риска для инвесторов.

## Понятие ППС–секьюритизации было утверждено ЦБ в 2018 году. Насколько выполнимы ее 16 условий, какие риски и обязательства это несет для оригинаторов? Вы планируете ППС–сделки в ближайшее время?

**Виктор Киселев**

— Понятие ППС–секьюритизации внедрено в Базель III и позволяет снизить коэффициент риска даже ниже, чем предусмотрено регулятивной формулой. В то же время бремя доказательства, что сделка соответствует всем критериям, лежит на оригинаторе. Так же как и возможные штрафные санкции за нарушение критериев.

Сама по себе регулятивная формула уже позволяет снизить коэффициенты риска для банков-инвесторов по сделкам «классической секьюритизации» до 15%. Это значительное снижение по сравнению с большинством ценных бумаг на рынке. Не думаю, что российские инвесторы могут проявить такую чувствительность к нагрузке на капитал, которую теоретически позволяет достичь ППС–секьюритизация. Так что сомневаюсь, что в ближайшее время потенциальные преимущества ППС–секьюритизации перевесят сложности приведения сделки в соответствие с критериями и доказательства этого соответствия.

**Селим Агарзаев**

— ППС–секьюритизация предъявляет чрезвычайно жесткие требования к ипотечным базовым активам, которые могут быть

включены в сделку. Возможно, банки, получившие право использовать IRB-подход, смогут реализовать первую ППС–сделку. Мы не планируем подобные сделки в ближайшем будущем. Узость базы инвесторов и их специфика не мотивируют оригинаторов идти по пути ППС–секьюритизации.



**Леонид Бельченко**

— Команда Абсолют Банка работает над созданием продуктов, которые могут быть интересны инвесторам, в том числе мы оцениваем возможность проведения ППС–секьюритизации. Нам интересно понять размер премии, которую будет готов платить рынок за облигации, выпущенные через такую структуру, и соотносить ее с дополнительными расходами оригинатора, поэтому мы ждем первого выпуска, по результатам которого будем принимать решение.

**Артем Захаров**

— В этой структуре пока еще очень много неизвестных моментов, поэтому говорить о планах на такие сделки преждевременно.

## Какой будет структура инвесторов в 2019 году? Рассчитываете ли вы на приток рыночных инвесторов и увеличение ликвидности вследствие вступления в силу нового порядка оценки кредитного риска?

**Селим Агарзаев**

— Это самый сложный вопрос. Проблему неразвитости российского рынка ипотечных облигаций не решит новый порядок оценки

кредитного риска. Необходимы совместные усилия Московской биржи, ДОМ.РФ, ЦБ, торговых и информационных платформ (Bloomberg, Refinitiv, Cbonds) для появления

в РФ развитого рынка ипотечных облигаций. Меры должны включать развитие биржевого рынка РЕПО с ипотечными облигациями, поддержку программ маркетмейкинга, образовательную и информационную поддержку инвесторов и так далее.

#### Артем Захаров

— К сожалению, инвесторская база расширяется очень медленно. В случае, если нормативные акты Банка России позволят участвовать в сделках пенсионным фондам, то ожидаем увидеть их среди инвесторов.

#### Леонид Бельченко

— Мы не ожидаем существенных изменений в структуре инвесторов — в первую очередь интерес проявляют традиционные покупатели, которые рефинансируют вложения.

Для привлечения новых инвесторов, на наш взгляд, необходимо предложить рынку более простые для анализа структуры с предсказуемой доходностью и наконец вне-

сти изменения в Положении Банка России № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», чтобы банки смогли держать ипотечные ценные бумаги в торговом портфеле.



#### Виктор Киселев

— Как раз введение Положения № 647-П, позволяющего банкам применять расчетные коэффициенты риска по инвестициям в сделки секьюритизации, как мы ожидаем, будет фактором, привлекающим банки к инвестированию в секьюритизацию. В принципе, мы уже видели интерес со стороны банков в конце 2019 года при размещении двух сделок секьюритизации кредитов МСП, и вызван он был в большой степени именно возможностью использовать пониженные коэффициенты риска.

С момента запуска программы однотраншевой секьюритизации прошло уже два года. Что предпочтительнее с позиции originатора: однотраншевая или многотраншевая секьюритизация? Сформулируйте плюсы и минусы обеих программ.

#### Виктор Киселев

— Во-первых, однотраншевые сделки применяются только к одному виду активов — ипотечным кредитам и неприменимы к любым другим видам. Хорошо, что у originаторов ипотеки появился выбор между однотраншевыми сделками в рамках «Фабрики» ДОМ.РФ и рыночными сделками секьюритизации, позволяющими привлечь финансирование, а не только разгрузить капитал. Если удастся развить интерес инвесторов к однотраншевым сделкам, в том числе за счет выпусков с фиксированным купоном и, возможно, с фиксированными графиками погашения, то это расширит интерес к таким сделкам.

В то же время часть преимуществ сделок однотраншевой секьюритизации, а именно низкая нагрузка на капитал за счет пониженного коэффициента риска у поручителя ДОМ.РФ, уходит в связи с внедрением Положения № 647-П, позволяющего снизить нагрузку для инвесторов до 15% по сделкам «классической» секьюритизации.

На мой взгляд, в сегодняшних однотраншевых сделках нет каких-либо явных преимуществ по сравнению с классическими многотраншевыми. Инвесторы, приобретающие секьюритизированные облигации, умеют сами оценивать риск активов и структуру сделки, и для них поручительство ДОМ.РФ не является обязательным атрибутом. С другой стороны, такая особенность секьюритизированных выпусков, как неопределенный график погашения облигаций, остается общей и для однотраншевых, и для многотраншевых выпусков.

#### Артем Захаров

— Несомненным плюсом многотраншевых структур является их понятность для инвесторов. Однако надо заметить, что в последнее время и при структурировании однотраншевых сделок в рамках «Фабрики» ДОМ.РФ были выработаны механизмы, благодаря которым инвесторам стало проще анализировать данные бумаги, и, как следствие, интерес инвесторов к таким сделкам вырос.





### Селим Агарзаев

— Свобода всегда лучше несвободы.

Многотраншевая секьюритизация для оригинатора имеет явные плюсы в виде потенциально более интересной экономики по качественному пулу (без учета стоимости капитала). Из минусов необходимо отметить остающуюся нагрузку на капитал и влияние уровня дефолтов и досрочно-го погашения на экономику сделки.

Однотраншевая секьюритизация в случае продажи облигаций инвесторам подразумевает полную продажу портфеля кредитов, что приводит к получению как ликвидности, так и капитала для продолжения и наращи-

вания бизнеса. Минусы — это, во-первых, вопрос стоимости комиссии ДОМ.РФ по конкретному выпуску в силу отсутствия общепринятых стандартов (баллов) качества заемщиков. Вторым и главным минусом однотраншевых облигаций по-прежнему остается проблема продажи данных облигаций рыночным инвесторам. Существующие инвесторы требуют неадекватно высокую премию, несмотря на качество и пруденциальное стимулирование.

### Леонид Бельченко

— По нашему мнению, сейчас наиболее интересной является многотраншевая секьюритизация. В конечном итоге вопрос выбора оценивается ставкой купона / доходностью при размещении.

**В 2018 году анонсирована еще одна сделка секьюритизации кредитов МСП. Считаете ли вы кредиты МСП самым перспективным активом неипотечной секьюритизации? Есть ли у вас в планах секьюритизация каких-либо неипотечных активов?**

### Виктор Киселев

— В 2018 году МСП Банк организовал две сделки секьюритизации кредитов МСП, одна из них — секьюритизация кредитов МСП Транскапиталбанка, вторая — секьюритизация собственного портфеля. На 2019 год есть планы по реализации еще двух сделок.

### Селим Агарзаев

— С точки зрения оригинатора, секьюритизация кредитов МСП выглядит интересной идеей. Причина — кредитами МСП занимаются практически все банки, соответственно, в активах почти любого банка присутствуют в значительном объеме эти базовые активы. Возможно, с развитием ипотечной секьюритизации и снижением спреда этих облигаций к ОФЗ мы задумаемся о неипотечных сделках. Но это вопрос будущего.

### Артем Захаров

— Секьюритизация МСП, бесспорно, является очень перспективным направлением. Четких планов на неипотечную секьюритизацию у нас пока нет, но мы изучаем такие возможности.

### Леонид Бельченко

— Абсолют Банк прорабатывает сделку секьюритизации автокредитов дочернего банка. В настоящий момент анализируются спрос и возможная доходность этого инструмента.

Относительно секьюритизации других неипотечных активов: банки накопили крупные портфели розничных необеспеченных кредитов, поэтому можно сказать, что секьюритизация таких кредитов — перспективный инструмент.

**Какие изменения в регулировании вы ожидаете от Банка России в 2019 году? Что еще необходимо для создания комфортной регуляторной среды с позиции оригинатора?**

### Артем Захаров

— Для оригинатора важнейшим вопросом остается расширение инвесторской

базы. Для этого необходима возможность инвестировать пенсионные деньги в структурные облигации с рейтингом ru.sf

и, возможно, нужно рассмотреть создание более привлекательных условий для покупки таких облигаций банками. Несмотря на наивысший рейтинг данных бумаг, их покупка банкам не очень выгодна из-за высокой нагрузки на капитал.

#### Леонид Бельченко

— Мы ожидаем изменений в части стандартизации ипотечного процесса, его цифровизации. Также необходима реализация ряда инициатив, направленных на регулирование строительного рынка.

#### Селим Агарзаев

— Необходимы изменение подхода ЦБ к ипотечным облигациям в рамках Положения № 511-П, а также разъяснение позиции ЦБ по нагрузке на капитал при консолидации ипотечного агента.

#### Виктор Киселев

— Сейчас нужен некоторый период стабильности в регулировании, чтобы и оригинаторы, и инвесторы привыкли и приспособились к действующей регуляторной среде.

## Вы планируете конкретные сделки в 2019 году? Если да, то какой будет структура сделки и объемы размещения?

#### Селим Агарзаев

— Решение о конкретной сделке мы примем в ближайшие несколько месяцев, оценив влияние новой сделки на капитал банка, а также уровень рыночных безрисковых ставок и ожидаемые спреды по ипотечным облигациям.

#### Артем Захаров

— В настоящее время банк рассматривает возможность проведения ипотечной секьюритизации объемом 5–10 млрд руб.

#### Виктор Киселев

— Да, мы планируем сделки секьюритизации кредитов МСП в 2019 году с объемами размещения не менее 10 млрд рублей.

#### Леонид Бельченко

— Мы видим большой аппетит инвесторов к ипотечным ценным бумагам и готовимся реализовать как минимум одну сделку классической ипотечной секьюритизации в этом году.

## Какое влияние на рынок секьюритизации оказывают рейтинговые агентства в текущей ситуации?



#### Артем Захаров

— Рейтинговые агентства обеспечивают удобную инфраструктуру для структурирования сделок, делая их понятными и прозрачными как для оригинатора, так и для инвесторов. С точки зрения инвесторов, рейтинговое агентство обеспечивает предоставление всеми оригинаторами качественной, должным образом выверенной и стандартизированной информации, на которую инвесторы могут полагаться при принятии своих решений. Кроме того, взаимодействие с рейтинговым агентством ведет к пересмотру и оптимизации процессов и технологий у банков-оригинаторов.

#### Селим Агарзаев

— Рейтинговые агентства кроме того, что их оценка используется в пруденциальных целях при инвестировании средств регулируемых инвесторов, дают рынку качественный обзор и анализ рисков каждого конкретного выпуска, они помогают инвестору сократить время, необходимое для индивидуального анализа, и лучше понять риски эмиссии. Несмотря на тренд, направленный на снижение зависимости банковской системы от рейтингов независимых агентств, невозможно представить рынок секьюритизированных облигаций, не использующих внешние рейтинги. Надеюсь, что новая редакция Положения № 511-П учтет необходимость развития этого важного для банковской системы направления и разрешит использование рейтингов российских рейтинговых агентств при расчете рыночного риска.

**Виктор Киселев**

— Рейтинговые агентства — важная составляющая рынка секьюритизации. Участие рейтингового агентства в сделке оказывает влияние на сроки подготовки

сделки, на ее структуру, на мнение инвесторов о качестве сделки. Поэтому очень важна квалификация рейтинговых агентств и наличие выбора среди агентств для оригинаторов и организаторов.

## Какие альтернативные варианты управления процентным риском существуют? Какие из них вы выбрали и почему? В чем их преимущество перед секьюритизацией?

**Леонид Бельченко**

— Команда нашего Банка работает над увеличением количества альтернативных инструментов рефинансирования портфеля. В прошлом году мы сфокусировались на разработке тендерной платформы по продаже портфелей и реализовали портфели ипотечных и автокредитов на сумму свыше 10 млрд руб. за 12 месяцев. Сделки продажи позволяют сразу зафиксировать финансовый результат и отразить его в P&L, они не подвержены рискам изменения регуляторных требований, кроме того, подготовка таких сделок занимает существенно меньше времени, чем сделок секьюритизации.

**Селим Агарзаев**

— Инструменты хеджирования рублевого процентного риска ограничены и почти все обладают серьезными недостатками. Свопы OIS хорошо отражают рынок, но их срочность составляет до 1 года. Свопы, привязанные к ставке Mosprime, обладают

ограниченной ликвидностью на длинных сроках, кроме того, глобальный тренд направлен на ограничение использования опросных индикаторов. Фьючерсы на корзину ОФЗ сложно назвать ликвидными, к тому же они не учитывают спред ликвидности банка. Что касается опциональной составляющей процентного риска, вытекающей из неопределенной скорости досрочного погашения ипотечного портфеля, то инструменты такого рода и вовсе отсутствуют на российском рынке.

Поэтому в настоящее время наш банк ограничивает общий процентный риск банковской книги и управляет общим риском, не выделяя ипотечный портфель. Идеальным инструментом хеджирования процентного риска остается секьюритизация, но стоимость, которую необходимо за нее заплатить в виде премии к ОФЗ по купону и накладных расходов на инфраструктуру, ограничивает возможности использования секьюритизации.

## Влекут ли за собой сделки секьюритизации неипотечных активов возникновение существенных налоговых последствий для оригинаторов? Требуется ли действующее налоговое законодательство доработок с целью минимизации налоговых рисков в рамках сделок секьюритизации неипотечных активов?



**Алексей Кузнецов,**  
партнер, руководитель  
группы услуг по налого-  
обложению компаниям  
финансового сектора  
в СНГ, Ernst&Young

— Неотъемлемым этапом планирования сделки секьюритизации является

анализ налоговых последствий, возникающих для всех участников сделки, что позволяет заранее проанализировать и предсказать будущую налоговую нагрузку оригинатора, эмитента, а также оценить привлекательность инвестиций с налоговой точки зрения для российских и зарубежных инвесторов.

Так, в рамках секьюритизации активов, подлежащих обложению НДС, при про-

даже активов необходимо оценить налоговую нагрузку originатора (особенно в случаях, когда originатором является первоначальный владелец активов). Например, сумма входящего НДС у originатора может быть недостаточной для «покрытия» его налоговых обязательств при одновременной реализации аккумулярованного портфеля, подлежащего обложению НДС, что может привести к временной налоговой неэффективности. Кроме того, отдельного внимания заслуживает оценка деятельности СФО с точки зрения НДС (освобождение доходов предусмотрено только в отношении налога на прибыль), в частности, возможность зачета сумм входящего НДС, уплаченного при покупке секьюритизированных активов, против сумм исходящего НДС с платежей. Для получения возможности зачета необходимо подготовить базу для обоснования связи расходов, по которым возникла сумма входящего НДС, с облагаемой НДС деятельностью.

С учетом отсутствия значительного количества сделок секьюритизации вне ипотечного рынка у российских налоговых органов могут возникнуть дополнительные вопросы к подобного рода сделкам, в том числе с точки зрения их экономической целесообразности. Так, в свете изменений

в налоговом законодательстве — введении концепции злоупотребления правом — пристальному вниманию со стороны налогового органа могут подвергнуться как сами участники сделки (их репутация, ресурсы, квалификация сотрудников и прочее), так и обоснованность установленных цен при сделке.

В отсутствие широкой практики применения текущих норм налогового законодательства к неипотечным активам при структурировании отдельных сделок может также потребоваться обсуждение отдельных вопросов с Министерством финансов и ФНС.

В целях обеспечения привлекательности такого инструмента привлечения финансирования, как секьюритизация неипотечных активов, в отдельных случаях может потребоваться проработка и доработка существующих законодательных норм в области налогообложения в силу возможной налоговой неэффективности для участников сделки.

Отдельного внимания заслуживают случаи, когда в рамках сделок секьюритизации планируется использовать структурные облигации, выпускаемые СФО. В этой связи необходимо доработать действующее налоговое законодательство в силу отсутствия каких-либо предметных положений в отношении структурных облигаций.



**Станислав ДАМБРАУСКАС,**  
руководитель направления  
управления структурных продуктов  
департамента глобальных рынков,  
АО «Сбербанк КИБ»

## Непростая простая секьюритизация

**Р**ынок секьюритизации США бьет новые рекорды. Объем непогашенного номинала бумаг перевалил рубеж \$11.2 трлн, превысив исторический максимум 2008 года. А тем временем, пока зачинщик ипотечного кризиса продолжает лидировать, Россия и Европа сошли с беговой дорожки и сосредоточились на работе над ошибками. В 2018 году, спустя 10 лет после кризиса, Россия и Европа утвердили новые правила простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации Базельского комитета.

### РЫНКИ

В III квартале 2018 года в США годовой приток непогашенной задолженности по секьюритизационным бумагам составил \$582.3 млрд. Основной вклад в приток рынка внесли агентские ипотечные бумаги (Agency MBS). Вклад таких бумаг составил \$355.9 млрд (см. Таблицу 1).

За тот же период европейский рынок секьюритизации остался на прежнем уровне. Объем непогашенной задолжен-

ности по ипотечным бумагам и секьюритизации малого и среднего бизнеса упал на 3% и 13.4% соответственно. Выпуски CDO / CLO и ABS внесли основной вклад в сохранение общего объема непогашенной задолженности обеспеченных бумаг европейского рынка, компенсировав сокращение объемов выпуска по другим видам сделок (см. Таблицу 2).

В России объем новых сделок секьюритизации (по номиналу) в 2018 году вырос на 24% по сравнению с 2017 годом<sup>1</sup>. Основная доля новых размещений пришлась на однотраншевые ипотечные ценные бумаги — более 136 млрд руб., секьюритизацию малого и среднего бизнеса — 12 млрд руб. и классические сделки RMBS — 10.28 млрд руб.

### РЕФОРМА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

К началу 2019 года Россия и Европейский союз завершили переход на новые стандарты секьюритизации.

<sup>1</sup> Cbonds, <http://ru.cbonds.info/>.

Таблица 1

**Рынок секьюритизации США: прирост непогашенной номинальной стоимости секьюритизационных бумаг различных видов активов. Расчет прироста III кв. 2018 года к III кв. 2017-го.**

Источник: SIFMA<sup>1</sup>

Вид актива	Q3 2017 (\$ млрд)	Q3 2018 (\$ млрд)	Прирост (\$ млрд)	Прирост, %
агентские MBS	6808.6	7164.6	355.9	5.2%
агентские CMO	1075.3	1105.7	30.3	2.8%
CMBS	496.4	534.4	37.9	7.6%
RMBS	804.1	808.6	4.5	0.6%
ABS автокредитов	198.2	218.8	20.6	10.4%
ABS кредитных карт	128.2	123.8	-4.3	-3.4%
ABS оборудования	53.4	64.2	10.8	20.3%
ABS кредитов на обучение	178.8	174.7	-4.0	-2.2%
CDO / CLO	690.7	765.9	75.2	10.9%
прочие	179.7	235.0	55.3	30.7%
<b>Итого</b>	<b>10 613.4</b>	<b>11 195.6</b>	<b>582.3</b>	<b>5.5%</b>

#### Базельский комитет

- 14 мая 2018 года опубликована финальная редакция требований к секьюритизации (Revisions to the securitisation framework), основанных на критериях простой, прозрачной и сопоставимой (STS — simple, transparent and comparable) секьюритизации (далее — Basel III STC)<sup>2</sup>.

#### Страны Европейского союза

- 1 января 2019 года вступил в силу Регламент простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (simple, transparent and standardised securitization, далее — Регламент 2017 / 2402, или стандарты STS секьюритизации)<sup>3</sup>.

- 12 декабря 2017 года опубликованы поправки (Регламент 2017 / 2401) к Положению о пруденциальных требованиях для кредитных организаций и инвестиционных фирм № 575 / 2013 с калибровкой риск-весов составляющих позиций STS-секьюритизации.

- В декабре 2018 года Европейской службой банковского надзора опубликовано руководство по критериям простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (далее — Руководство EC STS)<sup>4</sup>.

#### Россия

- В октябре 2018 года Банк России опубликовал Положение об определении бан-

Вид актива	Q3 2017 (млрд евро)	Q3 2018 (млрд евро)	Прирост (млрд евро)	Прирост, %
ABS	207.1	217.6	10.5	5.1%
CDO / CLO	100.0	124.7	24.7	24.7%
CMBS	54.2	50.3	-3.9	-7.2%
RMBS	691.3	670.5	-20.8	-3.0%
SME	80.8	69.9	-10.9	-13.4%
WBS / PFI <sup>5</sup>	64.8	63.2	-1.6	-2.5%
<b>Итого</b>	<b>1198.2</b>	<b>1196.3</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.2%</b>

Таблица 2

**Рынок секьюритизации ЕС: прирост непогашенной номинальной стоимости секьюритизационных бумаг различных видов активов. Расчет прироста III кв. 2018 года к III кв. 2017-го.**

Источник: AFME<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Отчет US Mortgage-Related Issuance and Outstanding — отчет о выпусках и остатках непогашенного номинала ипотечных ценных бумаг рынка США, отчет US ABS Issuance and Outstanding — отчет о выпусках и остатках непогашенного номинала ценных бумаг с обеспечением рынка США.

<sup>2</sup> Revisions to the securitisation framework, <https://www.bis.org/bcbpubl/d374.pdf>.

<sup>3</sup> Regulation (EU) 2017/2402 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1527255948459&uri=CELEX:32017R2402>.

<sup>4</sup> Guidelines on the STS criteria for ABCP and non-ABCP securitisation <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-on-the-sts-criteria-for-abcp-and-non-abcp-securitisation/-/regulatory-activity/press-release>.

<sup>5</sup> Отчет Securitisation Data Report 2018: Q3 — Данные по секьюритизации за III кв. 2018 года.

<sup>6</sup> WBS — whole business securitisation; PFI — public finance initiatives, инициативы в области государственных финансов.

ками величины кредитного риска (Положение № 647-П от 04.07.2018), реализующее принципы простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации (далее — Положение № 647-П, или стандарты ППС).

Предыстория вопроса: идея внедрения простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации возникла в ответ на ипотечный кризис, который разразился в США в 2008 году. В разгар кризиса фактические потери по секьюритизированным ипотечным активам достигали 16%, что не соответствовало присвоенным кредитным рейтингам (AAA) — вероятность дефолта должна была соответствовать 0.1%. Еще хуже сложилась ситуация с ипотечными ценными бумагами США с рейтингом BVB. Уровень дефолта по таким бумагам достиг 62% против допустимых 0.2%<sup>1</sup>. Уровень дефолтов по аналогичным ценным бумагам в странах ЕС и России, как правило, не превышал нормативные значения.

Несмотря на то что несоответствие присвоенных рейтингов фактическим рискам было характерно для рынка США, потеря доверия инвесторов распространилась на всю секьюритизацию и экспертизу рейтинговых агентств в мире.

Идея самостоятельной оценки рисков по приобретаемым инвесторами активам как основной вариант принятия решения легла в основу новых принципов секьюритизации. Соответствие сделки критериям STS / ППС позволяет отнести ее к классу высококачественной секьюритизации, который несет меньший риск, что, в свою очередь, позволяет применить более мягкие правила резервирования капитала.

### РАЗЛИЧИЯ РОССИЙСКОГО И ЕВРОПЕЙСКОГО СТАНДАРТОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Несмотря на то что при разработке новых правил секьюритизации российские регуляторы и европейские разработчики применяли одни и те же принципы Basel III STC, стандарты получились разными и несовместимыми. Сделки, имеющие признак соответствия российским стандартам ППС, не мо-

гут быть одновременно классифицированы как соответствующие STS. Различия по некоторым позициям являются значительными.

#### 1. Ограничение инвесторской базы.

Не все группы инвесторов смогут воспользоваться льготным режимом капитала для соответствующих ППС транзакций.

На ранних этапах разработки Регламента секьюритизации ЕС 2017 / 2402 и Положения о пруденциальных требованиях № 575 / 2013 документ распространялся исключительно на кредитные учреждения и инвестиционные фирмы. Льготный режим капитала по STS-активам не распространялся на институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые и перестраховочные организации. Ограничение базы инвесторов вызвало озабоченность среди участников европейского рынка секьюритизации. В окончательной редакции Регламентом секьюритизации делегированы полномочия Европейской службе банковского надзора (European Banking Authority, EBA) совместно с Европейским агентством по страхованию и пенсионному обеспечению (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) и Европейским управлением по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, ESMA) разработать соответствующие рекомендации, открывающие доступ институциональным инвесторам к льготному режиму капитала по инвестированию в инструменты STS-секьюритизации.

Положение ЦБ РФ № 647-П распространяется только на банковские организации.

#### 2. Разграничение рынков STS-секьюритизации.

В странах Европейского союза в соответствии с Регламентом 2017 / 2402 сделки секьюритизации могут быть отнесены к STS, если оригинатор, спонсор и SPV (special purpose vehicle — компания специального назначения) созданы на территории стран ЕС. Таким образом, стандарты секьюритизации ограничивают льготное инвестирование в активы стран — не членов ЕС. Такое положение создает дополнительные барьеры по приобретению европейскими инвесторами российских инструментов секьюритизации. Напротив, Положение ЦБ РФ № 647-П не накладывает ограничений по инвестированию в европейскую секьюритизацию.

<sup>1</sup> A European Framework for Simple and Transparent Securitisation [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-15-5733\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5733_en.htm?locale=en).

**3. Ограничение видов активов для ППС-секьюритизации.** В соответствии с Положением Банка России № 647-П, применение пониженного коэффициента 10% к отдельным рискованным позициям выпуска облигаций возможно при удовлетворении одновременно с основными требованиями 647-П условий Приложения 2 того же документа. Так, например, коэффициент риска по ипотечным ссудам, рассчитанный в соответствии с Инструкцией Банка России № 180-И, не должен превышать 40%. Под такие критерии подходят ипотечные ссуды с кодом 8752 / 8751: ипотеки с первоначальным взносом не менее 50% и доходом заемщика, превышающим выплаты по кредиту в 3 раза. Аналогичную норму можно обнаружить в европейских пруденциальных требованиях ЕС 2017 / 2401. Совокупный вес-риск, рассчитанный по стандартизированному подходу, не должен превышать 40% от портфеля ипотечных закладных либо жилищных ссуд с гарантией. Однако под такие критерии по европейским стандартам попадает ипотека с менее жесткими параметрами. В соответствии со статьей 125 Регламента № 575 / 2013, первоначальный взнос по таким кредитам должен быть не менее 20%, а требования к платежеспособности заемщика определяет кредитор в соответствии с кредитной политикой. К таким требованиям можно отнести большую часть ипотеки.

Секьюритизация высококлассной безрисковой ипотеки может привести к ухудшению качества активов на балансе банка. Избирательный отбор хороших активов, так называемый cherry-picking, влечет нарушение критериев отбора и передачи активов в соответствии с Basel III STC.

Скорее всего, по этой причине мы не увидим на российском рынке сделок секьюритизации ППС с минимальным риском весом 10%.

**4. Принятие риска оригинатором в сделках ППС.** Существенным отличием европейских правил секьюритизации от российских правил является размер риска, принимаемого оригинатором. В соответствии с Регламентом секьюритизации 2017 / 2402, оригинатор, спонсор или первоначальный кредитор секьюритизации должны на постоянной основе сохранять экономическую заинтересованность (risk retention) в размере не менее 5%

от объема сделки. В России требования к форме и способу удержания оригинатором риска определяются Указанием Банка России № 3309-У. Минимальный размер риска установлен Федеральным законом № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в размере не менее 20%. Обязательство в 20% по ипотечным бумагам выглядит завышенным. Скорее всего, разногласия в действующих редакциях нормативных документов носят временный характер и будут устранены регулятором в обозримом будущем.

**5. «Дедушкины оговорки».** При внедрении новых правил STS-секьюритизации в странах ЕС применяется принцип защиты инвесторов от изменения законодательства по заверненным сделкам. Новое законодательство по простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации в Европейском союзе будет применяться только к новым сделкам, закрываемым после 1 января 2019 года. Старые сделки регулируются по прежним правилам, но имеют право быть отнесены к STS при условии соответствия требованиям, в том числе в момент возникновения сделки (например, сохранение риска и критерии формирования активов).

Российским регулированием практика защиты инвесторов от изменения законодательства по сделкам секьюритизации, завершенным до вступления в силу изменений, не предполагается. Участники рынка уже сталкивались с проблемой имплементации новых правил по действующим сделкам, например учет младших траншей с коэффициентом риска 1250% привел в замешательство не только эмитентов рыночных сделок секьюритизации, но и участников государственных программ<sup>1</sup>.

**6. Применение внешних рейтингов.** Несмотря на потерю доверия к рейтинговым агентствам, подход на основе внешних рейтингов (SEC-ERBA — Securitisation External Ratings-Based Approach, см. Basel III STC) в сделках секьюритизации стран ЕС может применяться наравне с под-

<sup>1</sup> Программа инвестиций Внешэкономбанка в проекты строительства доступного жилья и ипотеку в 2010–2013 годах, <https://вэб.рф>.



ходами на основе внутренних рейтингов (SEC-IRBA — Securitisation Internal Ratings-Based Approach) и стандартизированным подходом (SEC-SA — Securitisation Standardised Approach). Российскими правилами ППС-секьюритизации применение внешних рейтингов не подразумевается.

**7. Стандартизированная отчетность и раскрытие информации.** В Европейском союзе большое внимание уделено вопросам раскрытия информации, унификации доступа к данным и порядку присвоения статуса соответствия стандартам STS. 22 августа 2018 года ESMA опубликовала заключительный отчет о технических стандартах раскрытия информации о секьюритизации. На сайте ESMA размещены 17 шаблонов отчетности для полноценного анализа сделок STS, доступные всем участникам. В ближайшее время планируется разместить XML-схемы этих отчетов. В соответствии с Регламентом 2017/2402 реестр всех STS-сделок должен размещаться на информационном ресурсе [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

Разработчиками стандартов STS особое внимание уделяется процессу присвоения статуса STS. В соответствии с Регламентом секьюритизации ЕС 2017/2402 ординаторы, спонсоры и эмитенты несут солидарную ответственность за соответствие сделки критериям STS. Тем же документом предусмотрена опция, когда уполномоченная третья сторона может подтвердить соответствие сделки критериям простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации.

Оценка российскими участниками сделок секьюритизации на соответствие стандартам ППС осуществляется на основании различных форм отчетов, утвержденных Банком России. Ведение единого реестра ППС-сделок и подтверждение соответствия стандартам независимым участником не реализовано. Скорее всего, участники

ППС-секьюритизации будут выискивать необходимую информацию на сайтах раскрытия информации.

## ВЫВОДЫ

Реформа секьюритизации вносит существенные изменения в действующие процедуры выпуска облигаций, взаимодействие участников и экономику сделок. В ходе разработки стандартов каждое нововведение порождало многочисленные вопросы и новые подзадачи. Результатом кропотливой работы разработчиков стали стандарты, которые создают условия для развития секьюритизации по единым правилам. Объединение структурированных данных по сделкам в BigData<sup>1</sup> позволит проводить не только анализ в разрезе отдельных сделок, но и по агрегированным данным всех сделок секьюритизации.

Европейский стандарт STS выглядит более технологически проработанным. Отдельные положения и подходы могут быть успешно применены в российской практике.

Если ранжировать задачи по степени критичности, то в первую очередь необходимо решить вопросы, связанные с:

- перерасчетом рисков по стандартам ППС по выпускам облигаций, находящихся в обращении;
- решением вопроса по классификации агентских одностраншевых бумаг;
- гармонизацией документов Указания Банка России № 3309-У и Положения № 647-П в части формы и порядка принятия риска ординатором.

Остальные вопросы, затронутые в статье, не менее важны, так как влияют на количественные показатели секьюритизации в России, расширение инвестиционной базы и снижение рисков участников сделок.

<sup>1</sup> Обозначение структурированных и неструктурированных данных огромных объемов.

*Примечание.* Услуги по организации сделки оказывает АО «Сбербанк КИБ». Россия, Москва, 117312, ул. Вавилова, д. 19. [www.sbrf-cib.ru](http://www.sbrf-cib.ru). Лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003.

Банковские продукты предоставляет ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015.



**Андрей ЛИТВИНЦЕВ,**  
старший портфельный  
управляющий,  
American Family Mutual Insurance

## Американские рынки секьюритизации в 2018 году

**Р**ынки секьюритизации в США в минувшем году во многом повторяли движение более ликвидных рынков корпоративных акций и облигаций, хотя уровень корреляций с последними различался от сегмента к сегменту. В рамках статьи мы рассмотрим основные сегменты американских рынков секьюритизации, коротко опишем динамику цен и уровень спроса. Особое внимание уделим CMBS, ABS авиационных сделок и потребительских кредитов.

Прежде чем приступить к более подробному описанию, сделаем общие замечания о рынке. Во-первых, определим типы инвесторов. Подавляющее большинство секьюритизаций продается институциональным инвесторам. Фактически только малая часть ипотечных секьюритизаций агентств и некоторые высоколиквидные и качественные AAA бумаги ABS попадают в частные руки (инвесторам, которые не классифицируются как «состоятельные лица» — англ. high net worth individuals). Уровни рынка и ликвидность диктуются инвестиционными фондами, страховыми компаниями, банками,

пенсионными фондами, управляющими компаниями и им подобными, торгующими через крупных дилеров и мелких или средних брокеров. В отсутствие очевидных фундаментальных экономических трудностей этот рынок, как и другие, в значительной мере управляется чисто техническими силами спроса и предложения. Таким, во многом техническим, был и рынок 2018 года.

Практически все сегменты рынка вошли в 2018 год на подъеме и с огромным оптимизмом. Почти все достигли цен выше, чем те, которых мы ожидали в январе 2018 года. И все без исключения пошатнулись к концу года. При этом графики зависимости цен от времени достигли пика в разные моменты в разных сегментах. Динамика отдельных сегментов также различалась, поэтому мы обсудим их отдельно.

### 1. CMBS, COMMERCIAL MORTGAGE-BACKED SECURITIES

CMBS — это сделка секьюритизации ипотеки на коммерческую недвижимость. В этом сегменте рынка секьюритизации в настоящее время существуют четыре направления.

### 1.1 Конduitные (англ. Conduit) CMBS

Подавляющее большинство этих облигаций имеют фиксированный купон. Сделки траншируют риски вертикально в достаточно примитивные структуры с несколькими AAA траншами и с одним траншем всех остальных рейтингов. Эти сделки секьюритизируют портфели с числом займов примерно от 40 до 100. Обычно в таких портфелях есть несколько займов, на каждый из которых приходится от 5% до 13% портфеля, и много более мелких займов. Рынок предпочитает портфели, в которых самый крупный займ не превышает по размеру 10% от всего портфеля. Каждый займ принадлежит одному из нескольких стандартных типов:

**Займы на торговые центры.** Это могут быть займы на моллы (отдельно стоящие комплексы десятков магазинов), отдельные магазины или скромные линейки из нескольких магазинов с парковкой перед ними. Это наименее любимый рынком сегмент. В последние годы банкротства сетей магазинов составили довольно большой список. Среди них можно отметить сети Toys R Us, Sears, которые часто были представлены огромным магазином в молле. Проблема усугубляется тем, что контракты мелких магазинов часто имеют «условие соаренды» (англ. co-tenancy clause), при котором маленькие магазины могут уйти из молла до истечения своего контракта, если большой магазин по соседству вышел из бизнеса (и, следовательно, упала посещаемость молла).

**Займы на отели.** Отели очень быстро реагируют на экономический климат. Даже довольно солидные отели часто оперируют при 70–80% средней заполненности, и достаточно экономике слегка остыть или другому отелю открыться через дорогу, как рассматриваемый отель теряет доходность. Кроме того, доходность отелей коррелирует с состоянием окрестных бизнесов. Например, падение нефтяных цен в 2016 году ударило по отелям, расположенным вблизи объектов нефтяной промышленности.

**Займы на многоквартирные дома или комплексы.** Это уже построенные здания, в которых квартиры сдаются в аренду. Есть мнение, что с наступлением рецессии какой-то процент населения не сможет более оплачивать ипотеку на свои дома и будет вынужден снимать квартиры, потому что многоквартирные комплексы защи-

щены от рецессий. Возможно. Пока лишь отметим, что и в наше дорецессионное время 2018 года какая-то, хотя и малая, часть таких комплексов испытывала проблемы, возможно, благодаря обратному механизму — семьи в растущей экономике могли позволить себе дома и личные квартиры.

**Индустриальные займы.** Часто это займы на склады. Склад просто построить и переоборудовать, он не требует затрат раз в 5 лет на обновление комнат, как этого требует отель, и такие займы обычно стабильны, пока экономика нормально функционирует.

**Займы на индивидуальные хранилища.** Это хранилища, где люди хранят личные вещи, не поместившиеся в квартиру, своего рода кладовки-чуланы в отдельном комплексе. Они также используются при переездах — если вы не готовы перевозить свое имущество целиком, вы перевезете только самое нужное, а для остального снимете комнату в хранилище и сгрузите все туда. Уже через год-другой вы вспомните, что платите 100 или 200 долларов в месяц за комнату, набитую уже забытым и ненужным хламом, и наконец очистите ее. Обычно это хранилище представляет собой одноэтажное здание в стиле «гааражей» или многоэтажное здание с эстакадами, но в любом случае оно не требует особых затрат на содержание и обеспечивает достаточно устойчивый денежный поток.

**Займы на офисные здания.** Здесь рынок различает здания в городах и вне городов. Вне города земли много, строить проще, но желающих снять офис в здании гораздо меньше. Такие займы часто более проблемны, чем городские. В городах при прочих равных адрес и класс здания определяют надежность займа.

### 1.2 SASB<sup>1</sup>, Single Asset/Single Borrower CMBS

В таких сделках встречаются и фиксированные купоны, и плавающие с привязкой к LIBOR. В качестве закладной выступает один-единственный займ на отель, офисное здание или молл либо портфель похожих займов одного и того же заемщика. О диверсификации здесь речь не идет, просто последовательно траншируется риск. Обычно здание, на которое выдан займ, является очень качественным и пользуется спросом. Это может быть курортный ком-

<sup>1</sup> Следует читать как «Сасби».

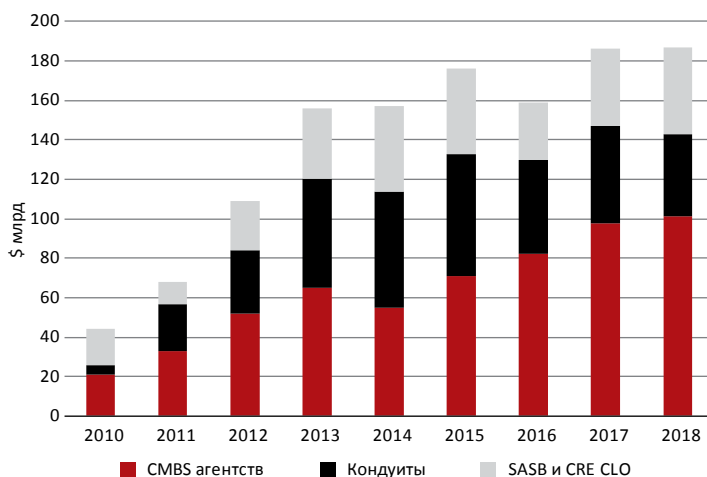


Рисунок 1  
Общий объем  
выпуска CMBS

Источник: Bloomberg

плекс на берегу гавайского острова, небоскреб в Чикаго или Нью-Йорке либо комплекс офисных зданий крупнейшей технологической компании. К этой же категории относятся портфели займов на однотипные постройки, собранные одной и той же компанией, — например на модели одной и той же сети мотелей.

### 1.3 CRE CLO, Commercial Real Estate Collateralized Loan Obligation

Это сделки, имеющие CLO-структуру (рус. ОЗО, Обеспеченные займовые обязательства). Займов в таких структурах меньше, порядка 30, и это чаще более короткие займы, взятые для стабилизации и обновления объектов недвижимости. Многие из таких траншей имеют плавающий купон, и хотя структура CLO имеет более высокий уровень защиты для инвестора, сами залладные, очевидно, являются более рискованными. Торгуя такими облигациями, рынок часто смотрит на обычные CLO, и потому часто доходности в этом секторе выше при тех же рейтингах.

### 1.4 Agency CMBS

Это сделки секьюритизации многоквартирного жилья, гарантируемые ипотечными агентствами. Freddie Mac выпускает секьюритизации на базе портфелей и гарантирует всё, кроме младших классов. Fannie Mae размещает облигации, относящиеся и к отдельным объектам, и к портфелям. Доля этого направления в общем объеме CMBS значительно выросла после кризиса 2008–2009 годов (и,

следовательно, меньше многоквартирного жилья встречается в кондуит-сделках). Мы сравниваем объемы выпуска на Рисушке 1.

Рынок CMBS относится к рейтингам со значительной долей сарказма. Летом 2018-го SASB BBB- облигации с фиксированным купоном торговались со спредами в среднем 150–170 б.п., в то время как BBB- conduit CMBS в среднем имели спред 325–400 б.п.

Как выглядел CMBS-рынок в 2018 году? В отличие от многих других секьюритизаций, он будто бы не заметил резкого увеличения кредитных спредов и проседания рынка акций в феврале-марте и продолжал уменьшать спреды. Монотонное уменьшение спредов продлилось до лета, рынок был стабилен все лето, а конец августа — сентябрь принесли скачок цен в мезонинных траншах: транши с рейтингом А взлетели вдруг в цене от спреда 180 до 150 б.п., высококачественные транши рейтинга BBB- перебрались из 325 в 250 б.п. и так далее. Это был чисто технический ажиотаж. Как результат, октябрьское падение и последовавшие за ним ноябрь и декабрь вернули рынок к уровням начала года и даже шире — порядка 380 б.п. на тех траншах, что стоили 325 б.п. летом и 250 б.п. в сентябре. Следует отметить, однако, что далеко не все типы секьюритизации дают подобные доходности. Пожалуй, лишь CLO, секьюритизации самолетов и экзотические ABS представляют собой сравнимые по размеру и доходности рынки. Для иллюстрации мы приводим динамику спредов CMBS-сделок на Рисушке 2.

Отчего же, проигнорировав падение февраля, CMBS-рынок так болезненно отнесся к событиям конца года? Одним из объяснений может быть тот факт, что многие крупные инвесторы не хеджируют процентные ставки, покупая облигации фиксированного дохода. Почему — отдельная тема. Но если вы поверите мне в этом и представите портфельного управляющего, которому необходим доход в 5%, вы увидите, что 10-летние гособлигации с 3.2% годовых (лето) требуют от него всего лишь спред 180 б.п. (к гособлигациям), а вот 2.8% годовых (в декабре) — уже спред 220 б.п. То есть то, что наши облигации A-рейтинга прошли из 180 б.п. летом в 220 б.п. к Новому году, никого не должно удивлять. Ну и, конечно, сами по себе доходности гособлигаций падают как из-за сомнений в дальнейших действиях Федерального резерва, так и из-за «бегства в качество» (англ. flight to quality) — ротации кредитных рынков из рискованных бумаг в безрисковые.

## 2. ABS, ASSET-BACKED SECURITIES

Трудно дать определение термину ABS. Это все сделки секьюритизации, которые не являются CMBS, CLO и RMBS, то есть закладными для которых не являются постройки — частные или коммерческие — или банковские займы компаниям. Этот рынок делится на основные сегменты и еще множество экзотических сегментов. Таблица 1 иллюстрирует общие объемы выпуска в различных сегментах, о которых мы ниже поговорим подробнее.

### 2.1 Потребительские займы

Если кредитоспособность заемщика выскока, то долги на кредитных карточках часто держатся недолго, но за это время они все-таки успевают накрутить проценты. Компании, выдающие карточки, часто сбрасывают все эти долги в огромные трасты, так называемые «мастер-трасты», из которых издаются траншированные секьюритизации по достаточно своеобразной схеме — так, что несколько секьюритизаций пользуются закладными одного и того же мастер-траста. Такие секьюритизации существуют очень давно, они спокойно перенесли кризис 2008 года. Но именно кредитные карточки породили и другой, новый сектор потребительского долга: если потребитель уже не в состоянии выплачивать свои долги по карточкам, его долг накапливается, а кредитный рейтинг FICO падает. Он уже не может получить новые карточки. И на помощь к нему приходят «субстандартные кредиторы» (англ. sub-prime lenders) — они дают деньги людям с низкой кредитоспособностью. Многие такие заемщики берут долг, чтобы расплатиться с карточками, получить наличные «на жизнь» и залезть в новую долговую дыру — уже subprime lender'у. Секьюритизации таких subprime-займов не могут не пугать. Начнем с того, что из опыта кризиса 2008 года мы прекрасно знаем, как это страшное слово работало в рынке ипотечных активов. Кроме того, одного взгляда в довольно простые структуры этих секьюритизаций достаточно,

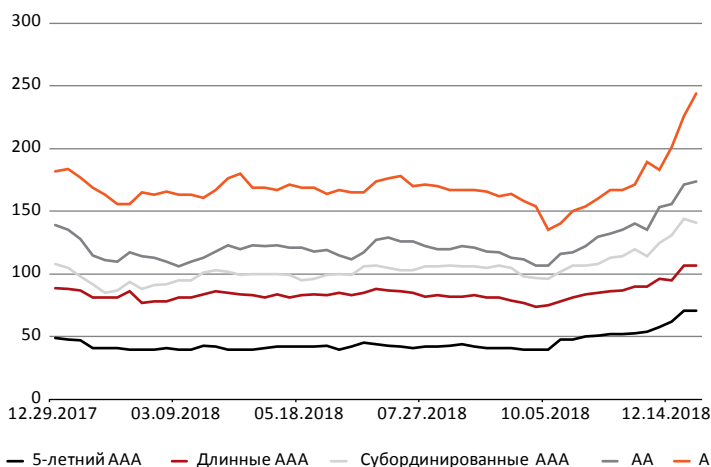


Рисунок 2  
CMBS Conduit — средние спреды новых сделок (к LIBOR swaps), б.п.

Источник: Bloomberg

	2016	2017	2018
Кредитные карточки	35	47	36
Автозаймы (заемщики с хорошей историей)	38	42	46
Автозаймы (заемщики со слабой историей)	26	25	32
Автодилеры (новые авто на полу Dealership)	9	12	10
Авто — остальное (автопрокат, лизинг и т. п.)	22	25	25
Студенческие займы	15	16	18
Займы на оборудование	10	12	14
Кредиты без залладных частным лицам	9	12	12
Все остальное	24	29	35
Всего ABS	188	222	229

Таблица 1  
**Годовые объемы выпуска по типам ABS, \$ млрд**

Источник: J.P. Morgan

чтобы понять, что сделки эти выживают за счет огромных купонов. Например, купон в 22% используется, чтобы компенсировать 15% потерь на портфеле залладных, ну и остаток платить действительно как купон. Сделки такие же короткие, как и сами займы, и агентства спокойно дают им рейтинги А, ВВВ, ВВ, а иногда и АА. Вы прекрасно понимаете, что как только потребитель даст слабинку и 15% превратится в 30%, этим сделкам будет нанесен сильный удар. Короткие займы накладывают на потребителя дополнительное давление: выплата самого займа за три года — это не выплата ипотеки, растянутая на 30 лет. Конечно, не все такие потребители необдуманно набирают долг. Некоторые меняют работу, имеют непредвиденные медицинские расходы, а некоторые только иммигрировали в США, стараются встать на ноги, тяжело работают, а берут займ, чтобы купить своим матери и детям обыкновенную кровать. Есть компании, работающие с людьми лично в офисах, пытающиеся выяснить, что происходит с человеком, прежде чем дать ему займ. На их портфелях потери сравнительно меньше. Но есть и такие, которые используют алгоритмы и принимают решение за 20 минут через Интернет. Некоторые выдают кредиты прямо в магазинах — это называется point of sale кредитование.

Другой вид потребительских кредитов — кредиты на автомобили. Здесь, как и выше, тоже существует не только prime, но и subprime-сектор. Автомобили — это разумные залладные, примерно 40% subprime-займа, ушедшего в дефолт, возвращаются через продажу автомобиля на специализированном аукционе. Кроме того, в США система общественного транспорта работает плохо, население с малым достатком размазано по пригородам, потребителям

автомобиль необходим, чтобы добраться до работы, и они стараются изо всех сил его не потерять. Структуры автомобильных сделок секьюритизации очень похожи на структуры сделок из предыдущего абзаца. И те и другие пользовались фантастическим спросом почти весь 2018 год вплоть до октября. Такие облигации довольно короткие — 2–3 года, и управляющим активами приходится реинвестировать наличные, постоянно приходящие от амортизаций. Нередко в 2018 году спрос на подобные облигации нового выпуска превышал размер выпуска в 3 раза, а порой это число доходило до 10. Спреды на таких бумагах упорно падали. До такой степени, что, учитывая все вышесказанное, переставало быть ясным, почему кого-то интересует мезонинный транш ВВВ- такой сделки со спредом чуть выше 100 б.п.

Много в 2018 году было сказано в прессе о студенческих займах. Эти секьюритизации продолжают торговаться время от времени. Кроме того, возник новый тип: если вы уже не студент, а имеете диплом «денежной профессии» и нашли работу, вам помогут рефинансировать ваш заем, и он имеет шанс попасть в секьюритизацию с такими же врачами и адвокатами, как и вы.

## 2.2 Транспортные займы

В категорию транспортных секьюритизаций входят контейнеры (обычные, стандартного размера ящики, которые, даже если приходят в негодность, годятся в металлолом), вагоны (громко называемые rails, — хотя рельсы и локомотивы обычно принадлежат самой железной дороге, речь в сделках идет о вагонах) и самолеты. Контейнеры играют важную роль в морской торговле с Азией. Многие наблюдатели осторожно следили за событиями, связанными с тарифами. Желез-

ные дороги, с другой стороны, — это функция внутренней торговли и экономического климата. Несмотря на такую разную природу, бумаги этих секторов с рейтингами А (самые старшие в структурах) дружно дошли до спредов (к свопам) порядка 120 б.п. и так же дружно расширились в октябре.

Поговорим отдельно о самолетах, которые выступают в качестве закладных. Сделка сдает самолеты в аренду, и когда аренда истекает, лизинговая компания, которая инициировала сделку, старается сдать самолет снова, минимизировав время, которое он не летает. Обычно в сделке находятся самолеты, предоставленные в аренду многим компаниям в разных странах (в том числе в России), таким образом возникает вопрос, возможно ли будет забрать самолет назад, если компания обанкротится. Заметим, что такой же вопрос можно задать и о контейнерах, плавающих на баржах под разными флагами по всему миру. Ответом является Кейптаунская конвенция (англ. Cape Town Treaty), подписанная множеством стран (Россией — в 2011 году).

Для самолетной сделки помимо банкротства авиакомпании риском также является продление срока аренды. Среднее число самолетов «на земле», либо ожидающих нового хозяина, либо уже его получивших, но еще не переоборудованных под него и не готовых летать, было рекордно низким в 2018 году. Особенно это относится к самолетам «с узким корпусом» — семейств Boeing 737 и Airbus 320. Рынок настороженно следит за динамикой спроса на самолеты «с широким корпусом» — Boeing 777, Airbus 330 и другими. Такие самолеты гораздо дороже, переоборудование их под другую авиалинию занимает больше времени, летает на них от 50 до 100 авиакомпаний — сравните с тремя сотнями и более компаний, летающих на узких самолетах.

И вторичный, и первичный рынки авиационных сделок выглядели до октября здоровыми и процветающими. В конце весны спреды на BVB (обычно в этих структурах есть А, BVB и иногда ВВ) резко начали сжиматься и к октябрю сжались с 320 до 270 б.п. или даже 230 б.п. на некоторых сделках. Конец года сильно расширил А-спреды от 120 (или даже 115) до 150 б.п., а вот про спреды BVB было даже трудно говорить — предложение на эти транши просто исчезло, и только начало 2019 года опять обнаружило их чуть шире 300 б.п.

### 2.3 Все остальные ABS

К сожалению, чтобы перечислить все виды ABS, нужно исписать гораздо больше страниц, чем нам позволяет место. Назовем лишь некоторые.

1. Секьюритизации займов на оборудование — от фермерских тракторов и экскаваторов до стиральных машин в общественных прачечных.

2. Секьюритизации франчайзов. Отдельные закулочные, которые оперируют по модели франчайзинга, берут займы у материнской компании, которая эти займы секьюритизирует. Часто это известные имена: Taco Bell, Domino Pizza, Wendy's и так далее.

3. Секьюритизации займов на драгоценные металлы и алмазы.

Можно и далее расширять этот список. Инвесторам всегда необходимо оценивать ликвидность подобных активов и уровень поддержки со стороны дилеров на вторичном рынке. Иногда слишком велики риски потери ликвидности и того, что маленький дилер, работавший в одиночку над сделкой, совершил ошибки при структурировании. И тогда никакие щедрые процентные ставки не компенсируют потерь. К сожалению, одна сделка (никак не относящаяся к упомянутым выше компаниям) такого рода была издана и в 2018 году привела к потерям от 8% до 16% от размера начальной инвестиции для своих инвесторов уже через полгода после выпуска. Интересно, что инвесторы, решившие продать свою инвестицию в эту сделку в течение первого месяца ее жизни, заработали, а не потеряли деньги — облигации никому не известного до того момента бизнеса продавались по цене выше 101% от номинала. Это еще одна иллюстрация того, насколько перегрет рынок ABS.

### 3. CLO, COLLATERIZED LOAN OBLIGATION

Рынок CLO давно стал одним из крупнейших рынков секьюритизированных продуктов. Закладными являются займы, выдаваемые банками отдельным компаниям. CLO-рынок отличается наиболее эффективной структурой денежных потоков (CLO-структурой<sup>1</sup>). Закладные торгуются сами по себе на рынке займов, и потому в каждый момент времени извест-

<sup>1</sup> См. книгу А. В. Литвинцева «Что такое CDO и как это работает на американском и европейском рынках», <http://www.ludipoteki.ru/shop/researches/entry/64/>

на цена портфеля. Поэтому рынок CLO более чувствителен к корпоративным кредитным рынкам. События февраля-марта 2018 года резко расширили спреды CLO, в то время как остальные рынки структурированного финансирования на эти события не реагировали. Расширились спреды и в конце года, как и на остальных рынках.

Интересно еще и то, что объемы выпуска CLO значительно регулируются спредами на AAA CLO. Дело в том, что CLO могут перефинансироваться и переиздаваться, что становится выгодным, только когда спреды на старших траншах опускаются ниже, чем те, которые заложены в структуру. То есть со взлетом рынка объем выпуска растет за счет рефинансирования. Это перенасыщает рынок, рынок падает, объем падает, рынок взлетает, и так далее. Речь идет о рынке, печатающем более \$200 млрд в год и являющемся основным потребителем корпоративных займов самих по себе — рынке, который, по моему мнению, в идеале не должен иметь подобных чисто технических колебаний.

#### 4. ИПОТЕЧНЫЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Как известно, рынок секьюритизаций в США начался с агентств, секьюритизирующих ипотеку. Сейчас, 40 лет спустя, этот сектор до сих пор жив и продолжает выпускать бумаги в значительных объемах (порядка \$ 250 млрд в год). Рынок частных сделок (не имеющих к агентствам отношения и не поддерживаемых гарантиями агентств) значительно уменьшился, фактически торгуются облигации докризисных сделок, и весь новый выпуск сводится к их перефинансированию. Как и CLO, это сектор, о котором российские участники рынка знают больше, чем о других формах секьюритизации, и поэтому мы не будем на нем останавливаться. Заметим лишь одну крайне существенную вещь: агентства Freddie Mac и Fannie Mae до сих пор имеют статус «законсервированных» государством<sup>1</sup>. Разговоры

о реформе идут постоянно, и кроме того меняется руководство регулятора FHFA (Federal Housing Finance Agency). Потенциально это может повлиять на объемы нового выпуска и, как следствие, на вторичный рынок.

#### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На протяжении большей части 2018 года рынки секьюритизации в США функционировали стабильно. Декабрь стал исключением — отсутствие ликвидности, характерное для последних двух недель декабря, в минувшем году наступило значительно ранее — в конце ноября, отражая общую растерянность управляющих долларowymi активами во всех секторах рынка ценных бумаг.

Значительно возрос спрос на рискованные (BBB рейтинг и ниже) бумаги от долгосрочных инвесторов — банков и страховых компаний. Это подогрело рынок большую часть года и держало его на рекордно высоких уровнях. Рынки стали менее избирательными, и, как следствие, среднее качество займов по всем рынкам слегка упало. Появились агрессивные структуры с более высокими уровнями левериджа. Так, на CLO-рынке возникло понятие *rag-flush*: если закладные проданы из портфеля по цене выше цены изначальной покупки в портфель, прибыль идет не на амортизацию, а рассматривается как интерес и фактически уходит из структуры к *equity*-инвестору.

Особую тревогу вызывает рынок займов без закладных, выданных частным заемщикам с низким FICO. Как в 2005–2007 годах секьюритизации финансировали ипотечных заемщиков, которых, вообще говоря, финансировать не следовало, так и сейчас этот рынок вносит леверидж в потребительский сектор, и трудно оценить, насколько это опасно.

В то же время рынки CLO, Aircraft ABS, CMBS и некоторых экзотических ABS предлагают инвестору доходности в 5–6% годовых по довольно качественным BBB-облигациям, риски которых лимитированы. Это позволяет установить разумные инвестиционные стратегии. Облигации более низких рейтингов иногда доступны с двухзначными доходностями, но, учитывая их ограниченную ликвидность и способность упасть на несколько процентов в цене просто из-за того, что «рынок сдвинулся», инвестор должен иметь достаточный иммунитет к колебаниям цены портфеля либо изобретать стратегии хеджирования.

<sup>1</sup> Эти агентства — частные компании. Но в результате кризиса 2008–2009 годов потери по кредитам, которые они гарантировали, привели их к серьезным финансовым трудностям. Поскольку им нельзя было дать обанкротиться, государство начало вливать в них деньги, но взяло под свой жесткий контроль; рынок, вообще говоря, и до того надеялся, что они имеют «подразумеваемую гарантию» (англ. *implicit guarantee*) от правительства...





ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
2019

Секьюритизация  
ипотеки

Партнер рубрики:

 **ВТБ Капитал**



**Андрей СУЧКОВ,**  
начальник управления секьюритизации  
департамента инвестиционных продуктов —  
старший вице-президент Банка ВТБ (ПАО);  
руководитель управления  
секьюритизации, АО ВТБ Капитал

В иерархии социально значимых финансовых инструментов жилищная ипотека поднялась на вершину. В 2018 году около 1.5 млн семей смогли за счет ипотечного кредита улучшить свои жилищные условия, то есть повысить качество жизни. Среди мер социальной поддержки населения система льгот различным категориям ипотечных заемщиков занимает одно из центральных мест. Столь заметный рост значимости ипотечного кредитования во внутривнутриполитической повестке во многом связан с беспрецедентным ростом отрасли, который мы наблюдали последние три года. В прошлом году около 50% жилья на вторичном рынке и 60% на первичном рынке покупались с помощью заемных средств. Ипотека превратилась в решающий фактор роста строительной индустрии, став главным источником увеличения платежеспособного спроса.

Однако сегодня мы видим признаки замедления этого восходящего цикла, поэтому поиск инструментов его поддержания становится важной социально-экономической задачей. Секьюритизация способна стать таким инструментом. Подтверждение этому мы можем найти даже в недолгой истории ипотечного кредитования современной России. Предыдущий цикл роста рынка ипотечного кредитования, который пришелся на 2011–2014 годы, сопровождался становлением вторичного ипотечного рынка. В 2014 году выпуск ипотечных бумаг составил 256 млрд рублей — рекорд, не превзойденный до сих пор. Их доля в фондировании новой выдачи составила 14.5%.

Эмиссия ипотечных облигаций становилась значимым инструментом привлечения долгосрочных финансовых ресурсов не только для банков первого эшелона, но и для средних и небольших кредитных организаций. Становление нового рынка было бы невозможно без целенаправленной поддержки государства, действующего через своих агентов — АИЖК и ВЭБ, которые в первую очередь играли роль основных инвесторов в ипотечные бумаги.

Сегодня, когда объем ипотечного кредитования кратно увеличился, а его значение в решении жилищной проблемы и обеспечении роста строительного комплекса стало общепризнанным, секьюритизация должна выйти на новый качественный уровень, а вторичный рынок — превратиться в действенный фактор поддержки роста рынка первичного. Предпосылки для этого есть.

Формируется необходимая нормативная база, при этом Банк России стремится к созданию адекватной регуляторной среды, в том числе через сбалансированное внедрение требований Базеля. Набирает обороты программа выпуска ипотечных ценных бумаг ДОМ.РФ. Однако говорить о емком развитом рынке ипотечных облигаций пока не приходится. Не растет число банков-кредиторов, заинтересованных в использовании механизма секьюритизации, инвесторская база остается крайне ограниченной. Поэтому для придания импульса развитию ипотечной секьюритизации требуется комплексный подход, принятие стимулирующих мер для роста бизнеса и прежде всего — снятие остающихся нормативных ограничений на пути его развития.

# ЛУЧШИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

 GLOBAL  
FINANCE

World's Best Investment Banks

Лучший инвестиционный  
банк на развивающихся  
рынках

2018



Лучший инвестиционный  
банк на рынке секьюритизации  
в регионе ЕМЕА

2009, 2010, 2013 – 2017



Лучшая сделка на рынке  
секьюритизации в Центральной  
и Восточной Европе:

Ипотечный Агент  
Возрождение 5

2017

 ВТБ

Банк ВТБ (ПАО)  
RUB 74,3 млрд

Секьюритизация портфеля  
ипотечных кредитов (по программе  
ДОМ.РФ «Фабрика ИЦБ»)

2018 Организатор

 БАНК  
САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

Банк Санкт-Петербург  
RUB 8,2 млрд

Секьюритизация портфеля  
ипотечных кредитов

2018 Организатор

 ВОЗРОЖДЕНИЕ  
БАНК

БАНК, КОТОРЫЙ ВСЕГДА С ТОВАРОМ

Банк «Возрождение»  
RUB 4,1 млрд

Секьюритизация портфеля  
ипотечных кредитов

2017 Организатор



**Сергей ГОРДЕЙКО,**  
кандидат технических  
наук, руководитель  
аналитического центра,  
ООО «РУСИПОТЕКА»

## Три ипотечные трансформации 2019 года и их влияние на секьюритизацию

**В** 2019 году будут в основном завершены трансформации, начатые в предыдущие годы. Выделим три ипотечные трансформации: структуры ипотечного рынка, отношений с клиентами, государственной ипотечной политики. В той или иной степени они могут сказаться на развитии секьюритизации.

### СЕМЬ ПРЕДПОСЫЛОК ДЛЯ ИПОТЕЧНЫХ ТРАНСФОРМАЦИЙ

По аналогии с выбором только трех трансформаций ограничимся семью предпосылками, характеризующими ипотечный бизнес и влияющими на его изменение. В общем случае предпосылки являются результатом уже прошедших изменений и шагом к следующим.

**Первая предпосылка.** Концентрация на ипотечном рынке остается стабильно высокой. Первые пять ипотечных кредиторов занимают 85% ипотечного рынка. В текущем году ведущие 20–25 банков будут наращивать свою долю.

**Вторая предпосылка.** Политизированность ипотечного бизнеса находится на высоком уровне и не собирается уменьшаться.

К признакам политизированности можно отнести следующие факторы:

- традиционное внимание к ипотеке в «майских» указах, перешедшее в два национальных проекта: «Демография» и «Жилье и городская среда»;
- появление новых региональных ипотечных программ с различным уровнем льгот для отдельных категорий граждан;
- высокая доля банков с государственным участием на ипотечном рынке и внимание к их деятельности со стороны высшего руководства страны;
- постоянное общественное внимание к ипотечному кредитованию и увязывание доступности приобретения жилья с условиями ипотечного кредитования.

**Третья предпосылка.** Высокий уровень конкуренции распространяется на все большее число сфер деятельности, прямо и косвенно связанных с ипотечным кредито-

Таблица 1  
Перспективная структура  
ипотечного рынка

Название элемента	Краткая характеристика
<b>Первая структурная группа. Собственные проекты</b>	Самостоятельное и полное управление кредитным портфелем и соответствующим клиентским портфелем. Собственная методология и политика рисков
Ипотечные империи <sup>1</sup>	Займут до 80% рынка и будут отличаться всеядностью
Ипотечные королевства	Для успешной конкуренции вынуждены проводить локализацию и сегментацию. Могут на равных соревноваться с ипотечными империями только по отдельным направлениям
<b>Вторая структурная группа. Зависимые проекты</b>	Ограниченное управление — продажи, сделки, обслуживание
Агенты	Полный цикл ипотечной сделки в пользу кредитора. Будут пользоваться спросом. Возможен «золотой» век агентов
Платформы (маркетплейсы)	Акцент на привлечение. «Серебряный» век с неочевидными перспективами

ванием. Конкуренция стала поистине многомерной и включает в себя борьбу за технологии, клиентов, партнеров и влияние.

С другой стороны, конкуренцию можно считать общей, когда все конкурируют против всех. Одновременно с общей развигнется внутригрупповая конкуренция между схожими по типу банками. Скоро самой жесткой станет конкуренция в группе государственных банков.

Ежегодно мы можем наблюдать всплеск амбициозной конкуренции, когда банки заявляют о своих намерениях расти быстрее рынка и занять высокое место в рейтинге. Образно говоря, каждый год объявляется конкурс на попадание в «резиную» первую пятерку.

**Четвертая предпосылка.** Все меньше банков смогут вести самостоятельный ипотечный проект. Часть игроков ипотечного рынка должна будет стать агентом по выдаче и работать на более крупных кредиторов.

**Пятая предпосылка.** Доходность ипотечного кредитования планомерно снижается. В какой-то момент чистый ипотечный продукт подойдет к границе рентабельности. В результате окупаться станет не продуктовая, а клиентская работа.

**Шестая предпосылка.** Современные технологии осваивают все. На первом этапе цифровизации будут сокращены издержки на middle- и back-операции. На втором этапе станет очевидно, что цифровая ипотека сама себя не продает, и вырастут затраты на продажи. Эффект от внедрения цифровой ипотеки будет ощутим в масштабе. В целом современные технологии, включая дистанционные, станут «гигиеническим» фактором для ипотечного бизнеса.

**Седьмая предпосылка.** Клиентская база расти практически не будет. Рост доходов

в ближайшие годы будет только у отдельных сегментов. Конкурентов, желающих проводить быстрые и простые сделки, станет предостаточно. Клиенты будут нуждаться в сложных сделках и нестандартных объектах. Придется думать о динамической сегментации клиентов и практически индивидуальных кредитных продуктах.

## ИПОТЕЧНЫЕ ТРАНСФОРМАЦИИ

**Первая трансформация** будет заключаться в упрощении структуры ипотечного рынка. Произойдет условная «феодализация» ипотечного рынка (Таблица 1), в результате которой рыночных ролей на рынке станет меньше, а многообразие внутри каждой роли сохранится. А вот совмещение ролей может быть затруднительным.

**Вторая трансформация** будет идти по линии отношений с клиентами.

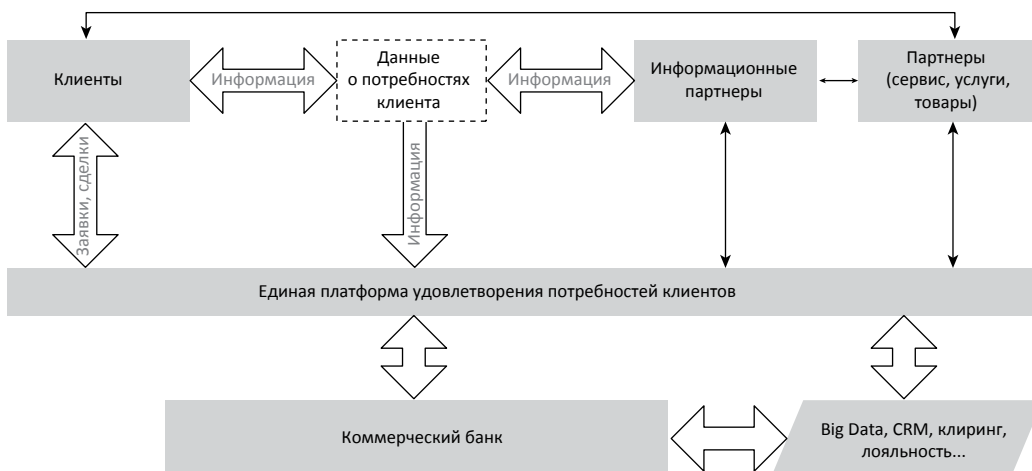
Общее направление трансформации пойдет от традиционного для ипотечного кредитования продуктового подхода через клиентский подход в направлении экосистем.

Одновременно на рынке будут существовать все формы работы с клиентами. Главный вопрос в том, какой подход выигрывает в долгосрочной эффективности.

Выравнивание продуктового и технологического предложения может привести к развигтию привлечения клиента в банк не только и не столько на ипотечный продукт, сколько на универсальный банковский сервис, удовлетворяющий сово-

<sup>1</sup> Гордейко С. Г. «Ипотечные империи в России: что было, что есть, что будет». Bankir.ru, октябрь 2017 <http://bankir.ru/publikacii/20171020/ipotechnye-imperii-v-rosii-chto-bylo-chto-est-chto-budet-10009258/>.

Рисунок 1. Взаимодействие клиентов и партнеров



купность финансовых и других потребностей клиента<sup>1</sup>.

В качестве одного из проявлений клиентского подхода мы увидим объединение продаж и обслуживания в единый бесшовный процесс.

Как только привлечение партнеров в совместный с банком процесс удовлетворения потребностей клиентов превысит объем собственно банковских услуг, можно будет говорить о явном переходе к экосистемам. Совместная работа партнеров строится на высоком уровне автоматизации и онлайн-взаимодействи<sup>2</sup> (Рисунок 1).

Самая правильная экосистема строится вокруг клиента. Возможны вариации в виде экосистемы вокруг недвижимости или каких-либо сервисов.

**Третья трансформация** пока не завершена. Она заключается в промежуточном положении государственной ипотечной политики, которая является одновременно полукommerческой и полусоциальной.

Такое положение явно следует из перечисленных выше предпосылок, но для объ-

ективности стоит упомянуть два важнейших обстоятельства.

Во-первых, в таком половинчатом состоянии отечественная ипотека за 6 лет с 2013 года удвоилась по всем показателям и вышла на принципиально новый технологический уровень. Движущую роль государства в этих успехах нельзя не заметить. Достаточно упомянуть развитие государственных информационных ресурсов, включая правовое обеспечение цифровизации.

Во-вторых, по всем кредитным программам для всех категорий клиентов проводится современный кредитный анализ. Другими словами, государство увеличивает доступность ипотечного кредита разными методами, но не за счет снижения требовательности кредиторов.

Половинчатость государственной ипотечной политики можно охарактеризовать двумя тезисами (Таблица 2):

- решаются важные и / или интересные задачи, но не решаются главные задачи,
- задачи и результаты национального проекта «Жилье и городская среда» в части федерального проекта «Ипотека» не соответствуют итоговым целевым показателям, то есть не имеют прямого и определяющего влияния.

Отлаженное умение российских ипотечных кредиторов работать в описанных условиях и возможность продолжать развивать ипотечное кредитование двадцатью банками говорит о том, что до 2024 года существенных изменений не произойдет и трансфор-

<sup>1</sup> Гордейко С. Г. «Неизбежность системной трансформации продаж ипотечных кредитов». Управление продажами. № 03 (94) 2017 с. 216–232.

<sup>2</sup> Гордейко С. Г. «Каких революционных изменений партнерской работы стоит ждать в ипотечном кредитовании». Банковское кредитование. № 4 (80) 2018 с. 16–33.

мация государственной ипотечной политики не закончится. Возможно, стоит переформулировать вывод и посчитать, что состоялась трансформация государственной ипотечной политики, а полукommerческий и полусоциальный характер ипотечного бизнеса является естественным для России состоянием.

### ВЛИЯНИЕ ТРЕХ ИПОТЕЧНЫХ ТРАНСФОРМАЦИЙ НА СЕКЬЮРИТИЗАЦИЮ

Вторая трансформация принципиально-го влияния на секьюритизацию не окажет, а первая и третья должны рассматриваться в тесной взаимосвязи.

Теоретически государственная ипотечная политика, включая регулирование в области ИЦБ, должна способствовать работе ипотечных кредиторов с различными по объему ипотечными кредитными портфелями.

В результате первой трансформации на рынке останется небольшое количество крупных и очень крупных участников, которые могут выпускать ИЦБ. Какой-то части из них это не нужно и не выгодно, кто-то регулярно проводит сделки секьюритизации. Перед небольшими участниками рынка постоянно стоит выбор: продолжить самостоятельный ипотечный проект или стать агентом более крупных игроков<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Гордейко С. Г. «Как сделать выбор между зависимым и независимым ипотечным проектом?» Банковское кредитование. № 2 (78) 2018 с. 57–64.

Сложность такого выбора кроме маржинальности обуславливается отсутствием гарантий того, что удастся выгодно рефинансировать ипотечные кредиты, находящиеся на балансе банка. Только крупный игрок может некоторое время даже подождать выгодных условий для выпуска ИЦБ или найти иные источники фондирования.

Интересы государства в сфере ипотечного кредитования обеспечиваются крупными игроками, а реальная поддержка небольших ипотечных кредиторов не прослеживается. Практически прекратились разговоры о мультиоригинаторных выпусках ИЦБ. Практика «Фабрики ИЦБ», осуществляемая ДОМ.РФ, показала склонность к сотрудничеству с крупными игроками. По результатам такой работы быстро достигается заложенная в «Стратегию развития» ДОМ.РФ доля «фабричных» бумаг на рынке. Государственная ипотечная политика формальность этих достижений не замечает.

Таким образом, третья, несостоявшаяся трансформация государственной ипотечной политики стимулирует первую ипотечную трансформацию, приводящую к ускорению упрощения структуры ипотечного рынка.

Общий вывод рассмотрения влияния ипотечных трансформаций на секьюритизацию: в 2019 году не произойдет изменений в практике выпуска ИЦБ, а именно, мы увидим небольшое количество крупных и очень крупных по объему сделок.

Таблица 2  
Некоторые  
характеристики  
государственной  
ипотечной политики

1. Взаимосвязь задач	
Решаемые важные и / или интересные задачи	Нерешаемые главные задачи
Маркетплейс ЦБ	Источник средств для секьюритизации (объем, стоимость)
Ипотечные каникулы	Процентный риск растущего кредитного портфеля.
Регулятивное ужесточение учета дохода заемщиков	Возможные решения: тотальная секьюритизация, отказ от фиксированных ставок
Давление на первоначальный взнос	
Ответственное ипотечное кредитование	
2. Взаимосвязь показателей и задач проекта «Ипотека» нацпроекта «Жилье и городская среда»	
Итоговые целевые показатели 2024 года	Задачи, результаты (всего 12 позиций)
Главная цель — обеспечение доступным жильем семей со средним достатком, в том числе создание возможностей приобретения с кредитом менее 8%	Поддержка реформы строительного сектора, включая гарантии ДОМ.РФ — 7 позиций
Ставка 7.9% (если инфляция ниже 4%)	Регистрация ценных бумаг биржей без ЦБ
Количество — 2.26 млн кредитов	Рекомендательный стандарт ипотечного кредитования
Строительство многоквартирных домов (МКД)	Электронный формат ипотеки — 2 позиции
за счет ипотечного кредитования — 53 млн кв. метров (66%)	Выдача 1.13 млн кредитов на первичном рынке (50% всей выдачи)



**Андрей СУЧКОВ,**  
начальник управления секьюритизации  
департамента инвестиционных продуктов —  
старший вице-президент Банка ВТБ (ПАО);  
руководитель управления  
секьюритизации, АО ВТБ Капитал

## Сможет ли вторичный ипотечный рынок поддержать рост рынка первичного?

**К**огда в начале прошлого года мы оценивали перспективы секьюритизации, то исходили из того, что ее востребованность в качестве инструмента фондирования и перераспределения рисков будет расти по мере роста первичного ипотечного рынка. Участники рынка смотрели на будущее весьма оптимистично, но действительность даже превзошла ожидания. С начала года мы наблюдали настоящий бум жилищного ипотечного кредитования, а по итогам года были побиты все исторические рекорды.

### НЕПРОСТАЯ ЗАДАЧА ПОДДЕРЖАНИЯ РОСТА

Выдача составила более 3013 млрд руб., что на 49% больше, чем годом ранее. Рост ипотечного портфеля в годовом выражении достиг 23.6%, его объем по системе впервые превысил 6 трлн руб., а отношение ипотечной задолженности к ВВП преодолело рубеж в 6%.

Рост кредитования происходил на фоне относительно стабильных цен на жилье и роста номинальных доходов населения, но главным фактором, конечно, было продолжающееся падение ставок по кредитам. Банки снижали ставки по предлагаемым кредитным продуктам в течение всего первого полугодия. Средневзвешенная ставка по выданным кредитам опустилась до 9.62%, что на 1.88 п.п. меньше, чем в первом полугодии 2017 года. При этом падение ставки по новой выдаче продолжалось с некоторыми колебаниями вплоть до октября, когда ставка опустилась до рекордного за весь срок наблюдения уровня — 9.41%.

Ралли по снижению ставки, продолжавшееся 3 года, действовало в сторону сжатия чистой процентной маржи. Это давало конкурентное преимущество банкам, у которых есть доступ к дешевому фондированию, то есть крупнейшим кредитным организациям. Это прежде всего банки с государственным участием (5 учреждений), доля которых в выдаче с начала года пре-



вышает 80%. Доля же 15 крупнейших кредиторов составляет почти 92%. Структура с таким индексом рыночной концентрации несет черты олигополии со всеми присущими ей ограничениями, в том числе по степени проникновения услуги в нишевые сегменты рынка. С учетом продолжения курса на оздоровление и консолидацию банковского сектора — а в течение года рынок покинули 77 кредитных организаций — уровень концентрации может увеличиться.

Если оставить в стороне эти структурные моменты, в целом динамика рынка была впечатляющей. Однако уже летом, несмотря на продолжающийся рост и сохранение оптимистических настроений, ситуация начала меняться. Смена ожиданий была артикулирована ЦБ в июне, когда регулятор, сохранив ключевую ставку, заявил о росте инфляционных рисков в связи с ростом НДС и цен на топливо, возможности превышения целевого уровня инфляции в 4% и вероятной задержке перехода к нейтральной денежно-кредитной политике.

Новые санкционные меры и давление на курс рубля серьезно усилили смену ожиданий. Дальнейшее снижение ставок по ипотеке стало выглядеть нереалистичным.

В конце августа стала меняться динамика стоимости вкладов населения, которые остаются основным источником фондирования ипотечных операций. Максимальная ставка по вкладам крупнейших российских банков выросла с 6.05% в начале июля до 6.56% в конце августа. А после заявления председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной в начале сентября о том, что оснований для снижения ставки не видно, но появились факторы в пользу ее повышения, крупные банки стали в массовом порядке поднимать ставки рублевых вкладов, и в начале этого года показатель максимальной ставки достиг 7.53%.

Рост неопределенности на финансовых рынках, падение рубля, увеличение доходности ОФЗ выше 9% и перспективы эскалации санкций убедили многих экспертов в изменении среднесрочного тренда.

Негативные изменения внешних условий и рост проинфляционных рисков заставили ЦБ перейти к повышению ключевой ставки, которая была увеличена на 25 б.п. сначала в сентябре, а потом в декабре 2018 года. По прогнозу Банка России,

годовая инфляция с 5.0–5.5% в 2019 году должна возвратиться на уровень 4% в 2020 году. Исходя из динамики инфляции и экономики, ЦБ будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ставки. И хотя в феврале 2019 года регулятор принял решение о сохранении ключевой ставки на уровне 7.75%, цикл роста ставок по ипотеке начался. Стартовал осеңью, он продолжился и в этом году, когда о своем решении увеличить ставки заявили крупнейшие кредиторы — Сбербанк и ВТБ, подняв ставки по своим базовым программам на уровень выше 10%. За лидерами потянулись и другие кредиторы. Хотелось бы верить, что этот рост не продлится слишком долго и впереди нас ожидает снижение, но при выработке текущей кредитной политики разумно исходить из консервативного сценария.

По мнению большинства экспертов, реальные доходы населения, которые за год уменьшились на 0.2% и продолжили сокращаться в начале текущего года, даже при благоприятных условиях будут стагнировать, увеличиваясь не более чем на 1–1.5% в ближайшие два года. Цены на жилье в связи с введением нового порядка финансирования стройки как минимум не будут падать, а по прогнозам рыночных участников, будут расти. Поэтому перед рынком жилищного ипотечного кредитования стоит непростая задача поддержания роста.

Для этого необходимо задействовать все механизмы поддержания ипотечного кредитования, и важную роль здесь может сыграть секьюритизация.

## РЫНОК ИЦБ В 2018 ГОДУ

В прошлом году рынок ипотечной секьюритизации продолжил свой рост и показал неплохой, хотя и далеко не рекордный результат (см. Рисунок 1).

За год было закрыто семь сделок: две сделки классической секьюритизации — Металлинвестбанка и Банка Санкт-Петербург с рейтингом старшего транша AAA от АКРА — и пять сделок в рамках программы ДОМ.РФ. Общий объем сделок — 146.4 млрд руб. Транзакции с традиционной структурой изначально были ориентированы на рыночное размещение. Что же касается сделок под поручительство ДОМ.РФ в рамках программы «Фабрика

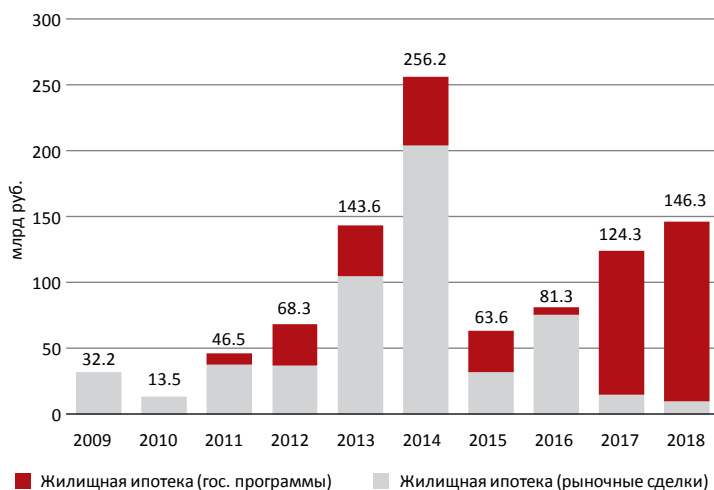


Рисунок 1  
Динамика объемов сделок секьюритизации по жилищной ипотеке

Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

ИЦБ», то здесь подход у банков мог различаться в зависимости от целей, которые они преследовали, секьюритизируя свой ипотечный портфель. Сбербанк, который в прошлом году осуществил свой второй крупный выпуск «фабричных» ИЦБ, как и в прошлый раз, полностью выкупил его на свой баланс. Учитывая пониженный коэффициент риска по бумагам с поручительством ДОМ.РФ, банк обеспечивает таким образом снижение нагрузки на капитал. Банк ВТБ, организовав свой «фабричный» выпуск, изначально структурировал его в расчете на размещение среди инвесторов, используя механизм секьюритизации для привлечения долгосрочного фондирования (см. Таблицу 1).

Секьюритизация дает целый набор возможностей для поддержки развития ипотечного бизнеса и эффективного управления рисками. Что касается вопроса фондирования, то с начала года банки в целом не испытывали проблем с ликвидностью. Скорее наоборот, мы наблюдали ее системный профицит. Более того, в условиях медленного роста корпоративного кредитования и нехватки качественных заемщиков ипотечное кредитование предоставило хорошую альтернативу для наращивания кредитного портфеля. Сегодня ситуация меняется. За последние полгода профицит ликвидности уменьшился на один триллион рублей и продолжает сокращаться. При этом финансовые ресурсы распределены по системе

крайне неравномерно. В то время как крупнейшие кредиторы — Сбербанк и ВТБ — не испытывали затруднений с фондированием новой выдачи, для многих средних и небольших банков это было и остается серьезной проблемой.

При определенных условиях секьюритизация обеспечивает разгрузку регулятивного капитала банка-кредитора. Такую возможность реально дает участие в программе «Фабрика ИЦБ», поскольку норматив достаточности капитала по ипотечным бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%. Но для средних и небольших банков, которые испытывают недостаток капитала, эта возможность затруднена из-за ограничений по НБ (риск на одного заемщика), если в соответствии с базовой схемой они откупают бумаги у ипотечного агента ДОМ.РФ себе на баланс для последующей продажи в рынок. При этом сам запуск проекта секьюритизации банком-оригинатором сопряжен со значительными затратами на IT и построение операционных процессов. Все это затрудняет распространение механизма секьюритизации за пределы первого эшелона банков.

### СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ХЕДЖИРОВАНИЯ ПРОЦЕНТНОГО РИСКА

Говоря о процентном риске, следует отметить, что снижение ставок, которое продолжалось не один год, настраивало банки

оптимистично, однако разворот тренда существенно поменял ситуацию. Как долго продлится рост ставок — предсказать трудно, однако и среднесрочного роста, если этот рост будет существенным, может быть достаточно, чтобы сделать часть ипотечного портфеля банков убыточной и повысить ставки по вновь выдаваемым кредитам, сделав ипотеку менее доступной.

Вновь хочется напомнить о крахе ссудосберегательных ассоциаций США в 80-х и событиях начала 2015 года в России, когда скачок процентных ставок сделал убыточными ипотечные портфели даже крупнейших банков.

Секьюритизация дает возможность хеджировать процентный риск, но нельзя захеджировать событие, которое уже произошло. Это нужно делать вовремя, то есть заранее. А наступление подобных событий на длинном горизонте неизбежно. И причины могут быть самые разные: и внешние, и внутренние, и политические, и чисто финансово-экономические. Крайне сложно предугадать заранее, когда именно тренд развернется, поэтому секьюритизировать актив с высоким процентным риском, каким является ипотека, нужно на постоянной основе. Вопрос только в том, какая часть ипотечного портфеля должна фондироваться через выпуск и продажу ИЦБ. Это в значительной степени определяется структурой баланса — долей долгосрочных кредитов с фиксированной ставкой в банковских активах.

В целом по банковскому сектору доля ипотеки в кредитной задолженности некредитным организациям на конец 2018 года составила 12%. Однако у 15 ведущих ипотечных кредиторов, на которых в прошлом году приходилось более 90% всей выдачи, эта доля существенно выше — в среднем 16%. У семи банков из пятнадцати — свыше 25%, а это много. Портфели этих банков находятся под значительным процентным риском, и секьюритизация как инструмент хеджирования им, безусловно, показана.

### ПОТЕНЦИАЛ ПРОГРАММЫ ДОМ.РФ

Государство немало делает для поддержания ипотечного рынка через различные программы льготного кредитования, но видится, что секьюритизация может играть здесь гораздо более значимую роль.

Речь прежде всего идет о программе ДОМ.РФ, потенциал которой сегодня еще полностью не раскрыт. В 2017 году в рамках программы «Фабрика ИЦБ» было закрыто 5 сделок на сумму 109 млрд руб., что было несомненным успехом, поскольку показало работоспособность этого механизма. В прошлом году были завершены также 5 «фабричных» сделок общим объемом 136.5 млрд руб. При этом львиная доля — свыше 120 млрд руб. — приходится на крупнейших кредиторов — ВТБ и Сбербанк. То есть говорить о том, что программа «Фабрика ИЦБ» стимулирует конкуренцию на рынке, обеспечивая равные условия до-

Таблица 1. Выпуск ипотечных ценных бумаг в России в 2018 году

#	Банк-оригинатор	Эмитент	Организаторы выпуска	Дата размещения	Срок обращения, дата погашения	Объем, всего, тыс. руб.	Рейтинг старшего транша / Поручительство
1	Металлинвест-банк	ООО «Ипотечный агент Металлинвест-2»	Райффайзенбанк, ИФК «Солид»	21.05.2018	28.03.2046	2 354 187	AAA(ru.sf) — АКРА
2	КБ ДельтаКредит	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 005P	КБ ДельтаКредит, ДОМ.РФ	11.07.2018	28.04.2043	6 187 764	Поручительство ДОМ.РФ
3	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 004P	ДОМ.РФ	08.10.2018	28.09.2047	4 751 314	Поручительство ДОМ.РФ
4	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 006P	«ВТБ Капитал», ДОМ.РФ	26.11.2018	28.05.2048	74 263 788	Поручительство ДОМ.РФ
5	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 007P	ДОМ.РФ	21.12.2018	28.06.2048	46 088 517	Поручительство ДОМ.РФ
6	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 008P	ДОМ.РФ	25.12.2018	28.12.2044	5 149 941	Поручительство ДОМ.РФ
7	Банк «Санкт-Петербург»	Ипотечный агент БСПБ 2	«ВТБ Капитал»	03.12.2018	10.12.2045	7 547 025	AAA(ru.sf) — АКРА

Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

ступа различных участников к долгосрочному финансированию, пока рано.

ВТБ весьма заинтересован в расширении сотрудничества с ДОМ.РФ по программе «Фабрика ИЦБ», для нас это механизм привлечения долгосрочного фондирования, возможность снижения нагрузки на капитал и повышения его рентабельности, инструмент управления процентным риском.

В прошлом году мы закрыли крупнейшую в России секьюритизационную сделку на 74,3 млрд руб. При этом она была структурирована по аналогии с предыдущей сделкой, то есть со свопом для фиксации купонных выплат, но с плавающей амортизацией. На сегодня нам удалось продать в рынок около половины от объема эмиссии. Количество квалифицированных инвесторов, имеющих опыт работы с ИЦБ и способных адекватно оценивать специфические риски ипотечных бумаг, растет медленно. Премия за риск досрочного погашения и низкую ликвидность ипотечных бумаг ограничивает возможности уменьшения стоимости привлекаемого фондирования. В такой ситуации мы сочли целесообразным вывод на рынок инструмента с фиксированным графиком амортизации, то есть без риска досрочного погашения. Сделка предусматривает механизм передачи риска досрочного погашения оригинатору — Банку ВТБ. Инвестор же получает бумагу с точно определенным планом амортизации, которая в этом смысле практически не отличается от обычного корпоративного бонда. Предложение такого инструмента должно расширить круг инвесторов и снизить премию по ипотечным облигациям. Закрытие сделки объемом около 75 млрд рублей запланировано на первую половину текущего года.

В прошлом году ВТБ подписал новый меморандум о сотрудничестве с ДОМ.РФ, что позволит увеличить объем эмиссии ИЦБ по программе «Фабрики» еще на 500 млрд до 2021 года. Однако задача поддержания темпов ипотечного кредитования требует, на наш взгляд, дополнительных мер по стимулированию банков, не входящих в число лидеров отрасли, расширения группы банков — ипотечных кредиторов. Одним из путей активизации средних и небольших региональных банков могло бы быть создание механизма текущего фондирования

выдачи ипотечных кредитов. ДОМ.РФ мог бы рассмотреть вопрос об открытии кредитной линии на ипотечного агента, который бы выкупал у банков квалифицированные кредиты по установленной цене в течение определенного срока для целей последующей секьюритизации по достижении определенного объема.

Подобный подход позволил бы небольшим банкам решить проблему фондирования ипотечных операций, обеспечил бы внедрение стандартов предоставления и обслуживания ипотечных кредитов в соответствии с требованиями ДОМ.РФ и мог бы расширить круг квалифицированных кредиторов. Сделки в рамках подобной программы могли бы осуществляться и на мультиоригинаторной основе.

#### **ИЗМЕНЕНИЕ ПОДХОДА К ПОРЯДКУ РАСЧЕТА КРЕДИТНОГО РИСКА**

Задача формирования эффективного конкурентного рынка требует помимо «Фабрики ИЦБ» поддерживать механизмы и так называемой традиционной, многотраншевой секьюритизации, спрос на которую есть и со стороны кредиторов, и со стороны инвесторов.

Среди мер такой поддержки особую роль играет формирование адекватной и сбалансированной нормативной базы, которая бы не только учитывала и ограничивала риски, но и содействовала развитию рынка.

Сохранявшаяся долгое время нормативная неопределенность при одновременном введении отдельных промежуточных мер запретительного характера подавляла интерес к развитию бизнеса. Поэтому значительным событием для участников рынка стало вступление в силу в октябре 2018 года Положения Банка России от 4 июля 2018 года № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение».

Положение изменяет подход к порядку расчета кредитного риска для участников сделок секьюритизации — кредитных ор-

ганизаций, и во многом повторяет механизмы, закрепленные в Базеле III (Basel III Document Revisions to the securitization framework). Одновременно со вступлением в силу Положения прекращают свое действие нормы Инструкции 180-И, предусматривающие применение повышенного коэффициента риска, равного 1250%, в отношении облигаций младших траншей.

Порядок расчета кредитного риска (PCC) по Положению зависит от роли участника сделки, который может выступать инвестором, оригинатором и спонсором. Согласно наиболее общему стандартизированному подходу, кредитный риск рассчитывается по так называемой надзорной формуле и может составлять от 15% для вложений в старший транш, а по сделкам простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации — от 10%. Если используется резервный подход, например при отсутствии информации для оценки рискованной позиции и базовых активов или при отсутствии информации о дефолтах по базовым активам, кредитный риск приравнивается к 1250%.

В соответствии с принципом нейтральности по риску, заложенным в рекомендациях Базеля, для оригинатора и спонсора также доступен расчет кредитного риска по сделкам секьюритизации, исходя из риска базового актива (в части величины удерживаемых рискованных позиций или по всем базовым активам) с использованием коэффициентов риска из инструкции 180-И.

#### **НОРМАТИВНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ НА ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ИЦБ**

Положение было принято после его детального обсуждения регулятором с представителями банковского и экспертного сообщества. Значительная часть пожеланий участников рынка была учтена. Хотелось бы, чтобы такой же конструктивный подход продолжился и в отношении запросов профессионального сообщества, касающихся нормативных ограничений на инвестирование в ипотечные облигации.

Участники рынка уже неоднократно поднимали вопрос о необходимости внесения изменений в Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фон-

да...». Положение устанавливает лимит в 10% на инвестирование средств пенсионных накоплений в облигации, выплаты по которым установлены в виде формулы с переменными и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами, под который подпадают и ипотечные бумаги. В то же время данные ограничения не применяются к корпоративным облигациям, выплаты по которым привязаны к индикаторам денежного рынка или инфляции. Также разрешено приобретать облигации с правом эмитента погасить их досрочно (колл-опцион эмитента).

На наш взгляд, инвестирование в ИЦБ, несмотря на их более сложную структуру, несет не больше риска, чем инвестирование с привязкой к инфляции, RUONIA или другим рыночным индикаторам. Это подтверждается и опытом развитых стран, где ипотечные облигации прочно занимают позиции второго по размеру и надежности класса активов.

Учитывая, что существующий лимит практически полностью используется НПФ прежде всего для инвестирования средств пенсионных накоплений в такие инструменты, как инфраструктурные облигации (концессии), облигации со структурным купоном и так далее, не оставляя места для ИЦБ, в качестве промежуточной меры можно было бы установить отдельный лимит на ИЦБ, что создаст дополнительные условия для расширения круга потенциальных инвесторов в облигации с ипотечным покрытием.

В конце года мы столкнулись с еще одной проблемой, которая в принципе ставит под вопрос возможность инвестирования средств пенсионных накоплений в ипотечные бумаги с российским рейтингом. В соответствии с Информацией Банка России от 15.06.2018 г. «Об установлении уровней рейтинга долгосрочной кредитоспособности для целей инвестирования средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих», минимальный уровень рейтинга для инвестирования средств пенсионных накоплений установлен на уровне BB+(RU) для рейтингов АКРА. Однако в соответствии с установками Базеля по инструментам структурированного финансирования

(в том числе ИЦБ) агентством устанавливается суффикс «.SF» (то есть не просто RU, а RU.SF). Мы надеялись, что расхождение чисто формальное, но оказалось, что это не так и для определения минимального уровня рейтинга по ипотечным бумагам для инвестирования пенсионных накоплений потребуются отдельное решение регулятора. Вопрос требует оперативного рассмотрения.

Серьезные нормативные ограничения действуют и в отношении банков как инвесторов. Положение 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» для отнесения ипотечных облигаций к категории «среднего уровня риска» требует наличия международного рейтинга не ниже BВВ-/Ваа3 и устанавливает запретительный коэффициент риска в 1250% для ипотечных бумаг с рейтингом от российских агентств или с поручительством ДОМ.РФ, что практически не позволяет банкам держать эти бумаги в своем торговом портфеле и резко снижает инвестици-

онный аппетит банков. То же относится и к Положению Банка России от 30 мая 2014 года № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности (Базель III)» в части включения облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации по российскому праву, в список высоколиквидных активов (ВЛА). По нашему мнению, которое разделяют участники рынка, следует изменить критерий категоризации ипотечных ценных бумаг с рейтингов международных рейтинговых агентств на рейтинги национальных рейтинговых агентств, присвоенных выпуску, эмитенту или поручителю.

Вторичный ипотечный рынок способен оказать реальную поддержку роста рынка первичного, но для этого он должен стать действительно эффективным механизмом привлечения долгосрочного финансирования от инвесторов, поэтому снятие нормативных ограничений на вложения в ипотечные ценные бумаги и формирование благоприятной инвестиционной среды видится сегодня первоочередной задачей.



**Олег ИВАНОВ,**  
сопредседатель комитета по инвестиционным  
банковским продуктам Ассоциации банков России,  
вице-президент, АО «Альфа-банк»

## Секьюритизация проектных кредитов застройщикам

**В** начале 2019 года российский рынок секьюритизации оказался на перепутье. С одной стороны, вступили в действие новые правила Банка России о расчете рисков по сделкам секьюритизации, что заметно уменьшило давление на капитал originатора и инвесторов в ценные бумаги. С другой стороны, экономические стимулы для проведения новых сделок исчерпаны.

Профицит ликвидности в банковской системе колеблется в пределах 3.5–4.5 трлн рублей. Достаточность капитала находится на необычно высоком уровне. Традиционная активность крупнейших банков по выпуску классических ипотечных облигаций замещена сделками «Фабрики ИЦБ» (однотраншевые облигации). Другие классы активов стартуют медленно. Несколько успешных сделок с кредитами МСП не делают погоды на рынке.

Встает вопрос о поиске новых видов кредитов, которые могли бы стать драйверами если не роста, то хотя бы поддержания рыночных объемов. В каком секторе можно

ожидать кредитного бума? Обратим внимание на новую модель финансирования жилищного строительства, которая постепенно внедряется с середины прошлого года и должна стать безальтернативной с 1 июля 2019 года. В соответствии с планами Правительства в течение пяти лет объем банковских кредитов застройщикам должен вырасти почти в десять раз, достигнув 5.2 трлн рублей к 2024 году.

### НОВАЯ МОДЕЛЬ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА

В 2017 году Госдума приняла поправки в Закон о долевом строительстве<sup>1</sup>, в которых были установлены новые требования к застройщикам и принципы их деятельности. Изменения стали реакцией власти на проблему обманутых дольщиков, то

<sup>1</sup> Федеральный закон от 30 декабря 2004 № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации».



**Рисунок 1**  
**Прежняя модель**  
**финансирования**  
**застройщиков**

есть граждан, которые заключили с застройщиками договор участия в долевом строительстве, но не получили обещанных квартир. На тот момент застройщики оставались фактически единственным видом компаний, которые законодательно имели доступ к средствам граждан, но в отличие, например, от банков и от других финансовых организаций практически не попадали под существующие механизмы контроля за деятельностью. В среднем каждый год в систему поступало 1.7 трлн руб. граждан-дольщиков, которые расходовались застройщиками без должного контроля.

В результате законодательных изменений с 01.07.2018 вступили в силу новые правила деятельности застройщиков. Закон определил, что застройщик — это обособленный вид деятельности: не допускается одновременно привлекать средств граждан на строительство многоквартирных домов и осуществлять иную деятельность. В законе был также закреплен принцип «одна компания — одно разрешение на строительство». До этого одной из основных причин финансовых проблем являлось использование застройщиками так называемого котлового метода сбора средств дольщиков. Средства поступали материнской компании, которая использовала их по своему усмотрению для финансирования различных проектов, реализуемых на основании различных разрешений. Таким образом, застройщик по своему усмотрению расходовал средства дольщиков, привлеченных под конкретный объект.

В результате застройщикам было предложено работать по трем новым моделям финансирования.

В рамках первой модели функционируют проекты со «старыми» разрешениями на строительство, полученными до 01.07.2018. При работе по ней застройщик открывает под каждое разрешение на строительство отдельный счет, на котором размещаются средства, полученные от дольщиков по договорам участия в долевом строительстве. Банк обязан осуществлять контроль недопустимости запрещенных операций, перечень которых определен в законе. Застройщик также обязан уплачивать в Компенсационный фонд по защите прав дольщиков 1.2% от цены каждого договора долевого участия.

Вторая модель адресована застройщикам с «новыми» разрешениями, полученными после 01.07.2018. В этом случае банк осуществляет полное банковское сопровождение деятельности застройщика. Закон предъявляет к застройщикам много дополнительных требований: по капиталу, по опыту работу, по собственному участию в проекте (не менее 10% от стоимости проекта). При работе по данной модели застройщик также обязан уплачивать в Компенсационный фонд по защите прав дольщиков 1.2% от цены каждого договора долевого участия. По новым разрешениям застройщик должен открыть один счет в уполномоченном банке и осуществлять все операции по такому счету. В законе перечислено 20 до-



пустимых видов операций, которые вправе проводить застройщик. Банк обязан осуществлять контроль всех операций застройщика, запрашивая первичные документы и договоры. В случае неясности банк вправе приостановить исполнение операции до трех дней для получения необходимых документов и информации.

Изначально первые две модели предполагалось использовать в течение трехлетнего переходного периода. По его завершении должен был осуществиться полный переход всех застройщиков к третьей, целевой модели — проектному финансированию и использованию эскроу-счетов. Однако осенью 2018 года Правительство России получило поручение ускорить переход на проектное финансирование. Переходный период был сокращен до одного года. Таким образом, с 01.07.2019 все новые проекты и значительная часть уже реализуемых должны осуществляться на принципах проектного финансирования. Исключение сохранено для уже реализуемых проектов, степень готовности которых к указанной дате превысит 30%, а доля заключенных договоров участия — 10% от общего числа.

Рассмотрим более подробно новую модель финансирования застройщиков, которая и должна обеспечить бурный рост объемов банковских кредитов — сырьё для последующей секьюритизации. В рам-

ках данной модели взаимодействие застройщика, банка и дольщиков выглядит следующим образом. Застройщик готовит документацию проекта и обращается с ней в уполномоченный банк за проектным кредитом. Если банк готов кредитовать проект жилищного строительства (комплексного освоения / развития территории), то он может привлекать средства граждан на эскроу-счета (пока дом не будет сдан в эксплуатацию). Средства на покупку будущей квартиры гражданин размещает в банке на эскроу-счете без начисления процентов. Для банка эти средства служат бесплатным фондированием кредита, предоставляемого застройщику. Поэтому ожидается, что специальная процентная ставка по проектному кредиту будет составлять до 5% годовых (в части, покрытой средствами на эскроу-счетах). После сдачи дома в эксплуатацию гражданину передается квартира, а застройщик получает средства с эскроу-счета в оплату квартиры. При этом банк по предварительной договоренности с застройщиком вправе безакцептно списывать денежные средства с эскроу-счетов в погашение проектного кредита. Для приобретения квартиры на этапе строительства гражданин может привлекать ипотечный кредит. Банк, который кредитует застройщика и открывает гражданину эскроу-счет, как предполагается, будет также основным

Рисунок 2  
Проектное финансирование застройщиков



ипотечным кредитором граждан. В новой модели проектное кредитование застройщиков станет также драйвером ипотечного кредитования граждан.

Фактически кредит застройщику состоит из двух частей. Первая часть — под специальную ставку — финансируется за счет средств, аккумулированных банком на эскроу-счетах. Вторая часть — под рыночную ставку — призвана покрыть потребность заемщика в средствах в ситуации, когда денег на эскроу-счетах оказывается меньше фактической потребности стройки. Именно эта, вторая часть кредитной линии может рассматриваться в качестве потенциального актива для секьюритизации, который будет уступаться специализированному финансовому обществу или ипотечному агенту (если облигации будут выпускать в форме ипотечных ценных бумаг). С точки зрения застройщика, ставка по проекту будет складываться из двух слагаемых, взвешенных пропорционально размеру двух частей кредита — специальной ставки (около 5% годовых) и рыночной процентной ставки (12–15% годовых в зависимости от качества проекта).

Доля рыночной части кредита определяется темпом продаж, который обеспечивает проект. Как показывает анализ рынка, средняя доля квартир, продаваемых на этапе строительства, составляет, в зависимости от категории проекта, от 50 до 70%. Следовательно, примерный объем рыночной части проектных кредитов равен 30–50% общего объема финансирования застройщиков, или 1.5–2.5 трлн рублей. Представляется, что это внушительный и заслуживающий пристального внимания сегмент кредитного рынка.

#### **ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМОГО АКТИВА**

Рассмотрим более подробно условия рыночной части проектного кредита, для того чтобы оценить его пригодность для секьюритизации и возможную структуру сделки. Кредитная линия предоставляется на цели финансирования затрат по строительству объекта жилой недвижимости. Срок кредита не превышает 5 лет, а при комплексной застройке — 7 лет. Период выборки составляет от 1.5 до 4 лет. Сумма всего кредита составляет до 85% бюджета

проекта, остальные средства должен предоставить застройщик. Соответственно, рыночная часть кредита не составит и 30–45% от стоимости проекта. Процентная ставка по рыночной части кредита при нынешней рыночной конъюнктуре составит от 12 до 15% годовых. Обеспечением выступает ипотека земельного участка, а также имущественные права на строящиеся площади или при завершении строительства — ипотека построенных квартир.

Обязательным условием кредитной линии является списание средств с эскроу-счетов в погашение кредита после ввода в эксплуатацию и оформления одного права собственности. Это означает, что за счет этих средств будет погашен кредит по льготной ставке, и застройщик с этого момента будет обслуживать лишь рыночную задолженность, уступленную СФО.

Важной предпосылкой секьюритизации является хотя бы относительная стандартизация базового актива. Значительный шаг в этом направлении уже сделан с принятием Банком России требований к кредитному качеству строительных проектов. Эта работа велась с целью уточнения размера резервов, которые должны формировать кредитные организации по таким проектным кредитам. Общий порядок расчета не учитывает особенностей проектного финансирования как инструмента, используемого при финансировании застройщиков в рамках Закона о долевом строительстве. При формировании резерва по ссуде кредитные организации самостоятельно, на основании своего профессионального суждения определяют размер расчетного резерва, то есть резерва, отражающего величину потерь кредитной организации по ссуде, которые должны быть признаны при соблюдении порядка оценки факторов кредитного риска по ссуде без учета обеспечения. Резерв на возможные потери создается по каждому крупному кредиту с учетом классификации ссуды в одну из пяти категорий качества, в основе которых лежат финансовое положение заемщика и качество обслуживания ссуды.

В случае проектного финансирования заемщиком является проектная компания, не имеющая истории и созданная для реализации отдельного проекта. На инве-

стиционной фазе проектная компания не осуществляет обычной производственной деятельности. Поэтому к ней не применима обычная методика оценки финансового положения заемщика. Кроме того, на инвестиционной фазе проектная компания также не имеет источников для погашения полученных кредитов, потому их обслуживание (выплата процентов и основного долга), как правило, не осуществляется. Поэтому отдельная оценка финансового положения проектной компании и качества обслуживания ссуды на фазе строительства (до 3 лет) практически не осуществима.

С января 2019 года Положение № 590-П дополнено методикой оценки качества жилищного проектного финансирования. Критерии для отнесения проектного финансирования к одной из четырех категорий берутся из Положения № 483-П и разработанного на его основе стандарта качества застройщиков. В результате установлены следующие основные критерии качества строительного проекта:

- наличие у инициатора (спонсора, группы компаний, в которую входит застройщик), а также участников проекта опыта реализации аналогичных строительных проектов;
- хорошая локация объекта, наличие инфраструктуры, транспортная доступность;
- приемлемая конкуренция, отсутствие негативных тенденций на рынке;
- вложение инициатором (спонсором) собственных средств в проект;

- наличие полного пакета исходно-разрешительной документации;

- наличие механизмов контроля бюджета и графика строительства, а также их отклонений в ходе реализации проекта;

- срок кредитования не более 5 лет, соответственно, срок строительства должен составлять 2–3 года;

- залог активов проекта (права на земельный участок, на котором осуществляется строительство, доли / акции застройщика и его материнской компании, залог имущественных прав на площади проекта, поручительство бенефициара);

- проект демонстрирует запас прочности на снижение цены реализации, достаточный для полного погашения кредита и процентов.

Другой значимой предпосылкой для запуска нового сегмента рынка секьюритизации является наличие на нем эффективного института развития. Ключевую роль в новой модели финансирования застройщиков играет институт развития в жилищной сфере — ДОМ.РФ, который является оператором Единой информационной системы жилищного строительства, аккумулирует всю информацию от застройщиков и банков, разрабатывает гарантийный продукт для проектных кредитов, руководит работой Компенсационного фонда, организует достройку проблемных объектов. Таким образом, при условии тесного сотрудничества банков-оригинаторов, ДОМ.РФ и регуляторов рынка новый класс активов имеет перспективы выхода на рынок.



**Ребекка МАН,**  
Директор направления  
«Структурированные  
финансы»,  
S&P Global Ratings



**Аластер БИГЛИ,**  
Старший директор направления  
«Структурированные  
финансы»,  
S&P Global Ratings



**Элтон ИКИНС,**  
Руководитель  
аналитического направления  
«Структурированные финансы»,  
S&P Global Ratings

## Кредитование под залог недвижимости с отложенным сроком погашения: опыт Великобритании

**В** последнее десятилетие на рынке жилья в Великобритании отмечались три тенденции: увеличилась продолжительность жизни; выросли цены на жилую недвижимость, прежде всего на юге и востоке Англии; повысился средний возраст покупателей, приобретающих жилье впервые. Изменение демографической ситуации в Великобритании, повышение цен на жилье и отношения «платеж / доход» означают, что в ближайшие десятилетия мы вероятнее всего будем отмечать структурные изменения на ипотечном рынке и в целом на рынке кредитования.

Предоставление кредитов заемщикам пенсионного возраста в настоящее время происходит на двух разных рынках: на рынке стандартных ипотечных кредитов на

приобретение жилья и на рынке сделок по передаче прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты или периодических платежей (equity release). В данной статье S&P Global Ratings рассматривает тенденции на рынке сделок по передаче прав на недвижимость, обращая внимание преимущественно на кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения (lifetime mortgages; кредиты, погашаемые после смерти заемщика), которые составляют основную долю этого рынка. Мы остановимся на особенностях и рисках, связанных с такими кредитами, и их отличии от особенностей и рисков стандартных ипотечных кредитов на покупку жилья. Кроме того, мы оценим перспективы роста рынка кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения с учетом из-

менений на рынке стандартных ипотечных кредитов. Такие изменения ведут к сближению двух рынков в целях удовлетворения растущих потребностей заемщиков пенсионного возраста.

### РЕЗЮМЕ

- Кредиты заемщикам пенсионного возраста предоставляются на двух разных рынках: на рынке стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилья и на рынке сделок по передаче прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты или периодических платежей, где наиболее популярными являются кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения.

- Кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения имеют явные отличия от стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилья и сопряжены с другими видами риска.

- Мы отмечаем рост спроса на кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения в связи с демографическими изменениями, повышением цен на жилье, ограниченностью стандартных ипотечных продуктов и низкими процентными ставками и ожидаем, что этот рост сохранится.

- Недостаточное пенсионное обеспечение и пик погашения кредитов, предполагающих регулярное погашение процентов и единовременное погашение основного долга (interest-only mortgage loan), также должны способствовать росту рынка сделок по передаче прав на недвижимость, однако этот рост может сдерживаться увеличением числа альтернативных вариантов, предлагаемых заемщикам пенсионного возраста с учетом регуляторных изменений на рынке стандартных ипотечных кредитов.

### ОТЛИЧИЯ ОТ СТАНДАРТНЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ НА ПРИОБРЕТЕНИЕ ЖИЛЬЯ

Кредит под залог недвижимости с отложенным сроком погашения (после смерти заемщика) — это один из продуктов, предусматривающий передачу прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты или периодических платежей, доступный в Великобритании людям старше 55 лет. Такие кредиты составляют основную часть сделок по передаче

прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты или периодических платежей на британском рынке (98%), остальные 2% приходятся на сделки, по условиям которых заемщик продает свое имущество или его часть третьему лицу, получая взамен единовременную выплату денежных средств либо регулярные платежи и сохраняя право проживания в своем доме в течение любого срока (home reversion plan). Основное различие между этими сделками заключается в том, что в первом случае заемщик полностью сохраняет право собственности на свое имущество, в то время как во втором случае имущество или его часть продается при заключении контракта по стоимости ниже рыночной. Итак, заемщик сохраняет гарантированное право пожизненной аренды, а кредитор возмещает свою долю стоимости имущества после его продажи после смерти заемщика.

В рамках данной статьи мы рассмотрим кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения, принимая во внимание тот факт, что они составляют основную долю рынка сделок передачи прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты или периодических платежей. Такие кредиты иногда называют «обратными ипотечными кредитами» (reverse mortgages); этот термин чаще всего используется в Австралии, Канаде и США для общего определения сделок передачи прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты или периодических платежей.

От стандартных ипотечных кредитов кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения отличаются своими характеристиками, стандартами андеррайтинга и рисками, связанными со сроками погашения; к ним применяются другие правила регуляторного надзора. В отличие от стандартного кредита на приобретение недвижимости кредит под залог недвижимости с отложенным сроком погашения не имеет фиксированной даты погашения и не предусматривает ежемесячных выплат процентов или процентов и основной суммы кредита. В обоих случаях заемщик несет ответственность за страхование и содержание имущества.

Существуют два типа кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком пога-

шения: первый предполагает получение единовременной выплаты, второй — периодических платежей до достижения максимальной установленной суммы. Проценты начисляются на всю сумму кредита, помимо процентов, начисленных в предыдущие периоды. Эти проценты и первоначальная единовременно выплаченная сумма кредита погашаются при продаже имущества после смерти заемщика или его переезда в учреждение для получения длительного ухода. В Великобритании кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения, как правило, имеют гарантию, что сумма долга никогда не будет превышать стоимости имущества (no negative equity guarantee — NNEG); эта гарантия предусматривает, что кредитная организация отказывается от требования в отношении суммы, образовавшейся сверх основной суммы кредита и процентов и превышающей стоимость продажи имущества, или списывает такую сумму.

Поскольку заемщикам не приходится делать регулярные платежи, при предоставлении кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения основное внимание уделяется не кредитному риску или оценке платежеспособности заемщика, а риску, связанному с продолжительностью его жизни. В связи с этим кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения в меньшей степени подвержены риску, связанному с такими макроэкономическими факторами, как уровень безработицы. Кроме того, рынок таких кредитов функционирует независимо от рынка стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилой недвижимости. Это обусловлено главным образом тем, что в отношении кредитных организаций действуют другие положения пруденциального регулирования и применяются другие схемы вознаграждения консультантов, а выдача кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения регулируется отдельным или дополнительным законодательством (см. Таблицу 1).

#### **РАЗЛИЧИЯ МЕЖДУ ВИДАМИ РИСКА**

Существуют три различия между рисками, сопряженными с кредитами под залог недвижимости с отложенным сроком погашения, и стандартными ипотечными кредитами на приобретение жилья.

#### **РИСК, СВЯЗАННЫЙ С ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОСТЬЮ ЖИЗНИ, ВМЕСТО РИСКА ДЕФОЛТА**

В отличие от стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилья, которые, как правило, предусматривают ежемесячные платежи со стороны заемщиков, кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения не требуют от заемщика таких выплат, поэтому понятие дефолта к ним не применяется. Вместо готовности и способности заемщика погашать кредит в рамках оценки доступности кредита, которая проводится при предоставлении стандартного ипотечного кредита, основной риск для кредита под залог недвижимости с отложенным сроком погашения представляет продолжительность жизни заемщика. Уровень этого риска может быть разным в зависимости от возраста, пола, семейного положения и социально-экономического статуса заемщика.

#### **ВОЗМОЖНОЕ ПОВЫШЕНИЕ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ К ИЗМЕНЕНИЮ ЦЕН НА ЖИЛЬЕ**

В связи с тем что все заемщики, не погасившие кредит досрочно, неизбежно либо умрут, либо переедут в учреждения, предлагающие длительный уход, кредит под залог недвижимости с отложенным сроком погашения в большей степени зависит от ликвидационной стоимости имущества, поскольку полученные средства будут использоваться для погашения накопленных процентов и основной суммы долга. Как следствие, они подвержены более высокому риску, связанному с изменением цен на жилье, чем стандартные ипотечные кредиты на приобретение жилья. Несмотря на то что соглашения по кредитам под залог недвижимости с отложенным сроком погашения допускают более низкое отношение размера кредита к стоимости залогового имущества (LTV), чем стандартные ипотечные кредиты, в связи с накоплением процентов текущий коэффициент LTV для кредита под залог недвижимости с отложенным сроком погашения может повышаться довольно быстро даже при отсутствии изменений цен на жилье. Для кредитов, предполагающих регулярное погашение процентов и единовременное погашение основного долга (interest-only mortgage loan), коэффициент LTV, как правило, остается по-

**Таблица 1. Сравнение кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения и стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилья**

	Кредит под залог недвижимости с отложенным сроком погашения	Стандартный ипотечный кредит на приобретение жилья
Срок кредита	Отсутствие установленного срока; срок определяется смертью или допустимым событием-триггером, например переездом в учреждение, предоставляющее длительный уход	Установленный срок, например 25 лет
Погашение основной суммы	Выплачивается после продажи имущества после смерти заемщика или наступления события-триггера (например, переезда в учреждение для получения ухода)	Регулярные ежемесячные платежи (по ипотечным кредитам, предусматривающим регулярные выплаты) или единовременное погашение всей суммы в конце срока кредита (для ипотечных кредитов с выплатой только процентов)
Процентные платежи	Накапливаются и погашаются одновременно с основной суммой кредита после продажи имущества после смерти заемщика или наступления события-триггера (например, переезда в учреждение для получения ухода)	Регулярные ежемесячные процентные платежи
	Процентная ставка, как правило, выше, чем у стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилья	Процентная ставка, как правило, ниже, чем у ипотечных кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения
	Процентная ставка, как правило, фиксирована на срок предоставления кредита под залог недвижимости с отложенным сроком погашения, хотя может быть переменной или плавающей в определенном диапазоне	Плавающая процентная ставка или фиксированная на короткий срок
Доступность (оценка платежеспособности)	Оценка доступности не проводится. Сумма возможного кредита зависит от возраста заемщика, стоимости имущества и от того, предоставляется ли кредит одному или нескольким заемщикам	Учитываются доходы и расходы заемщика
Минимальное ограничение по возрасту	Предоставляется только заемщикам в возрасте 55 лет и старше	Как правило, предоставляется заемщикам в возрасте 18 лет и старше
Отношение размера кредита к стоимости залогового имущества (Loan-to-value, LTV)	У кредитов для заемщиков пенсионного возраста отношение LTV может быть выше. В зависимости от возраста заемщика кредит может составлять от 18% до 50% от стоимости имущества.	Регуляторного ограничения нет, но, как правило, LTV ниже 90%.
Основные риски	Риск, связанный с продолжительностью жизни	Кредитный риск
	Риск колебаний цен на жилье	Риск колебаний цен на жилье
	Риск, связанный с досрочным погашением	Риск, связанный с досрочным погашением
	Долгосрочное сервисное обслуживание и репутационные риски, связанные с обслуживанием пожилых и потенциально уязвимых клиентов	
Кредиторы	Крупные страховые компании, действующие через посредников	Банки, строительные общества и небанковские финансовые компании
Консультанты	Посредники, функционирующие как специализированные консультанты по вопросам сделок по передаче прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты или периодических платежей	Посредники, функционирующие как ипотечные брокеры и консультанты
	Услуги консультантов (по крайней мере, частично) оплачивают кредитные организации, размер комиссионных часто превышает 2%	Услуги консультантов (по крайней мере, частично) оплачивают кредитные организации, размер комиссионных, как правило, составляет около 0.3-0.5%
Гарантия того, что сумма долга не превысит стоимости имущества	Да	Нет. Заемщик обязан возместить разницу между стоимостью имущества и суммой долга

стоянным, а для стандартного ипотечного кредита имеет тенденцию к снижению.

Кроме того, качество содержания имущества заемщика, взявшего кредит под залог недвижимости с отложенным сроком погашения, может быть ниже, чем у среднего за-

емщика, имеющего стандартный ипотечный кредит. У заемщика, имеющего кредит под залог недвижимости с отложенным сроком погашения, может быть меньше стимулов для модернизации, ремонта или благоустройства имущества в целях повышения

его стоимости, учитывая его пожилой возраст, сокращение разницы между долгом по ипотеке и текущей рыночной стоимостью имущества, под залог которого предоставляется кредит, а также наличие гарантии NNEG (то есть если сумма, полученная от продажи имущества, окажется недостаточной для выплаты кредита, эта разница кредитору не возмещается). Этот риск нивелируется за счет работы сервисера по кредиту, который регулярно контролирует состояние имущества.

### **БОЛЕЕ НИЗКИЙ ПРОЦЕНТ ДОСРОЧНОГО ПОГАШЕНИЯ КРЕДИТОВ**

Существует лишь ограниченный объем данных за прошлые периоды о досрочном погашении кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения. Однако мы ожидаем, что число случаев добровольного досрочного погашения таких кредитов снизится, поскольку одна из основных причин их получения заключается в том, что за заемщиком сохраняется право проживания в своем доме и он получает доход без необходимости переезжать в меньшее по площади жилье. В случае стандартных ипотечных кредитов более молодые заемщики с большей вероятностью будут менять жилье в соответствии со своими меняющимися потребностями (например, при рождении детей).

Число случаев досрочного погашения кредита в результате рефинансирования также может снизиться, поскольку заемщики не обязаны делать регулярные платежи, а конкуренция среди кредитных организаций в этом сегменте меньше, чем на рынке стандартных ипотечных кредитов. Кроме того, досрочное погашение кредита под залог недвижимости с отложенным сроком погашения происходит в том случае, когда заемщик переезжает в учреждение, предоставляющее длительный уход, поэтому принудительное досрочное погашение кредита зависит не от экономических условий, а от возраста заемщика и отражает обострение проблем со здоровьем.

Наконец, кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения выдаются по фиксированной ставке, что означает, что пени (в процентном отношении) за досрочное погашение таких кредитов являются более значительными, действуют дольше, чем для стандартного ипотечного кредита, а также служат фактором, сдерживающим досрочное погашение.

### **ПРИЧИНЫ РОСТА КРЕДИТОВАНИЯ ПОД ЗАЛОГ НЕДВИЖИМОСТИ С ОТЛОЖЕННЫМ СРОКОМ ПОГАШЕНИЯ**

По данным Банка Англии, в последние два года объем кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения, выданных людям старше 55 лет, увеличился почти в два раза — с 1.7 млрд фунтов стерлингов в 2015 году до 3.2 млрд фунтов стерлингов в 2017 году (см. Рисунок 1). Объем кредитов домовладельцам-пенсионерам составил рекордную сумму — 911 млн фунтов стерлингов за три месяца, закончившихся в декабре 2017 года, что на 37% выше показателя предыдущего года и почти равно объему всего рынка таких кредитов за весь 2010 год (985 млн фунтов стерлингов).

Объем выданных кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения сократился сразу же после мирового финансового кризиса и в настоящее время превышает докризисный уровень, при этом 75% приходится на кредиты с получением периодических выплат, 25% — на кредиты с получением единовременной выплаты. Тенденции в кредитовании отражают сочетание таких факторов, как экономическая ситуация в Великобритании, условия на рынке жилья, демографическая ситуация, политика в области предоставления ипотечного кредитования, пенсионные реформы и изменение отношения к заимствованиям. Бум в сегменте кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения отчасти отражает общую тенденцию к увеличению объемов кредитования людей пенсионного возраста.

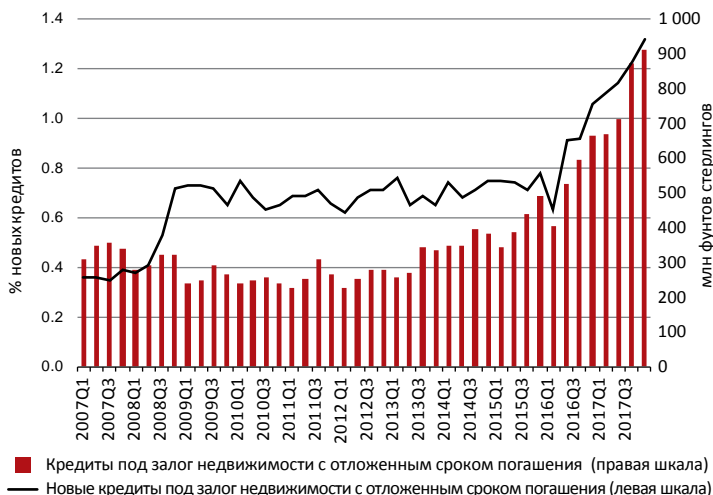
### **ВЛИЯНИЕ ДЕМОГРАФИИ**

Изменение демографической ситуации в Великобритании изменит характер кредитования в ближайшие десять лет.

Снижение рождаемости и повышение продолжительности жизни означают, что население Великобритании стареет. По прогнозам Национальной статистической службы Великобритании (Office for National Statistics, ONS), с 2016-го по 2036 год численность граждан в возрасте 65 лет и старше увеличится на 48%, с 11.8 млн человек до 17.5 млн. С 2016-го по 2046 год число граждан старше 80 лет должно увеличиться больше чем в два раза. К 2026 году люди старше 55 лет (пенсионные программы с заранее определенными пенсионными взносами предусматривают выплаты



**Рисунок 1**  
**Выданные кредиты под**  
**залог недвижимости**  
**с отложенным**  
**сроком погашения**  
 Источник: S&P Global Ratings



только гражданам старше 55 лет) будут составлять треть населения страны. В 2016 году на долю людей старше 55 лет приходилось 8% вновь выданных ипотечных кредитов, при этом 30% этого объема составляли ипотечные кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения. Рост цен на жилье и снижение доступности ипотеки способствовали повышению среднего возраста людей, покупающих недвижимость впервые. Кроме того, более длительный срок заимствования означает, что срок каждого третьего ипотечного кредита людям моложе 55 лет выйдет за пределы текущего установленного государством пенсионного возраста, а спрос на кредитование со стороны людей пенсионного возраста будет по-прежнему расти.

### НОВОЕ ПОКОЛЕНИЕ ПЕНСИОНЕРОВ

Отмечавшееся в последние годы повышение цен на жилье стало причиной увеличения числа пожилых людей, имеющих значительные активы, но небольшой объем денежных средств. Для собственников жилья, получивших выгоду от роста цен на жилье, теперь может оказаться затруднительным погашение оставшейся суммы ипотечного кредита за счет снизившихся пенсионных доходов. По данным Совета ипотечных кредиторов (Council of Mortgage Lenders, CML), две трети жилой недвижимости в Великобритании (в стоимостном выражении) принадлежит людям старше 55 лет. Стоимость этой не-

движимости составляет 2.5 трлн фунтов стерлингов. Однако у каждого третьего собственника старше 55 лет существуют проблемы с погашением кредитов. Для значительной части пенсионеров самым ценным активом является их жилое имущество, а кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения дают им возможность воспользоваться стоимостью этого жилья, при этом они не обязаны продавать его или переезжать. Высокая стоимость переезда в жилье меньших размеров, высокие пошлины за регистрацию и изменение отношения пожилых людей к вопросу передачи наследства обусловили повышение готовности владельцев жилья получать от последнего доход в пенсионном возрасте, особенно в районах с высокими темпами роста цен на жилье. По данным CML, в 2016 году почти половина кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения была выдана на юго-востоке, юго-западе и востоке Англии — в регионах, где в последнее время отмечался самый значительный рост цен на жилье.

### РОСТ ЧИСЛА УСЛУГ И КОНКУРЕНЦИЯ

До сегодняшнего дня сектор кредитования пенсионеров оставался недостаточно развитым, при этом заемщики пенсионного возраста сталкивались с трудностями доступа к стандартным ипотечным кредитам. С одной стороны, нормативные документы, регулирующие ипотечный рынок, вступившие в силу

в 2014 году после проведения исследования ипотечного рынка Управлением по финансовому регулированию и надзору (Financial Conduct Authority, FCA), ужесточили критерии кредитования, что привело к сокращению числа предлагаемых продуктов и лишило пожилых заемщиков доступа к рынку стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилья. С другой стороны, на рынке кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения для заемщиков пенсионного возраста повышается доступность кредитных продуктов, на этот рынок приходят даже крупные кредитные организации, в частности Общенациональное строительное общество (Nationwide Building Society), которое начало предлагать кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения в ноябре 2017 года. Усиление конкуренции и низкие процентные ставки также способствовали снижению процентных ставок по ипотечным кредитам под залог недвижимости с отложенным сроком погашения. Это повысило привлекательность таких кредитов для пожилых людей, которые не смогли пройти процедуру андеррайтинга или которым было отказано в получении кредита в связи с тем, что срок его погашения наступает позже даты их выхода на пенсию.

#### **ОБЪЕМ КРЕДИТОВАНИЯ ПРОДОЛЖИТ РОСТ**

Рынок кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения оценивается как небольшой в сравнении с рынком стандартных ипотечных кредитов на приобретение жилья и составляет лишь 0.4% совокупного объема выданных кредитов (в стоимостном выражении). Мы ожидаем, что объем кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения будет увеличиваться в ближайшие десять лет, хотя изменения режима регулирования и расширение линейки предлагаемых продуктов на рынке стандартных ипотечных кредитов для заемщиков старшего поколения могут обусловить снижение зависимости заемщиков от рынка кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения.

#### **РЕШЕНИЕ ПРОБЛЕМ ПОЖИЛЫХ ЗАЕМЩИКОВ**

В настоящее время в Великобритании выдано 1.67 млн ипотечных кредитов, по ко-

торым заемщики выплачивают только проценты, а основную сумму долга обязаны выплатить единовременно в конце периода кредитования (interest-only mortgages), при этом значительная часть таких кредитов предоставлена пожилым заемщикам. Кредиты с погашением только процентов больше распространены среди пожилых собственников жилья, при этом у людей старше 55 лет с большей вероятностью есть такой кредит, чем у людей моложе 55 лет, поскольку большинство их было выдано в 1990-х и 2000-х годах. По нашим оценкам, по итогам первого квартала 2018 года больше трети кредитов с погашением только процентов приходится на заемщиков старше 55 лет, у которых могут возникнуть сложности с доступом на рынок наиболее распространенных ипотечных кредитов в связи с их возрастом, кредитной историей или уровнем доходов. Эта оценка основана на наших данных о 59 проведенных в Великобритании сделках с ценными бумагами, обеспеченными ипотечными кредитами, выданными нестандартным заемщикам (residential mortgage-backed securities), по которым у нас имеется информация о возрасте заемщиков. Поскольку доля таких кредитов вероятнее всего будет увеличиваться в периоды пиковых выплат по кредитам с погашением только процентов (в 2027–2028 годах и затем в 2032 году) и такие заемщики окажутся не в состоянии погасить основную сумму кредита, рынок кредитов под залог недвижимости с отложенным сроком погашения позволит людям пенсионного возраста найти решение их проблемы.

#### **ДИНАМИКА УРОВНЯ ПЕНСИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ**

Изменения пенсионного обеспечения означают, что доход пожилых заемщиков снизится в большей степени, чем у предыдущих поколений.

Мы ожидаем, что спрос на кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения будет расти по мере увеличения числа людей, которые выходят на пенсию без достаточного пенсионного обеспечения. Этот рост будет отмечаться на фоне повышения продолжительности жизни, при этом пособия, получаемые пенсионерами, должны использоваться ими на протяжении более длительного времени и покрывать потребности, связанные с ухудшением здоровья и

уходом. Повышение спроса последовало за периодом снижения ставок аннуитетных платежей на фоне низких процентных ставок, а также изменений пенсионной политики в последние годы. Введение в 2010 году так называемого «тройного замка» (triple lock) в отношении пенсионных накоплений, который гарантирует минимальное увеличение пенсионных выплат ежегодно, может увеличить пенсионные доходы некоторых граждан, хотя возраст для получения государственной пенсии продолжает повышаться и к 2020 году должен увеличиться до 66 лет.

Переход от пенсионных страховых программ с установленными выплатами<sup>1</sup> (defined benefit) к пенсионному обеспечению с фиксированными взносами<sup>2</sup> (defined contribution) может означать, что будущие пенсионеры станут получать более низкие пенсионные выплаты, а снижение их доходов в дальнейшем будет более значительным. Введение в апреле 2015 года возможности свободно выбирать варианты пенсионного обеспечения позволило гражданам изъять все средства или их часть (изъятие до 25% освобождено от налогообложения) в рамках программ пенсионного обеспечения с фиксированными взносами без необходимости приобретать аннуитет (страховой продукт, гарантирующий равные ежегодные выплаты в течение всего срока жизни пенсионера). Это может привести к тому, что впоследствии у пенсионеров закончатся средства и они будут использовать свое имущество для увеличения доходов.

### АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ВАРИАНТЫ

Изменения в режиме регулирования и расширение предлагаемой линейки продуктов на рынке наиболее распространен-

ных ипотечных кредитов могут обусловить появление альтернативных вариантов для заемщиков пенсионного возраста.

Повышение спроса на кредиты под залог недвижимости с отложенным сроком погашения сдерживается негативным восприятием продуктов, связанных с передачей прав на недвижимость в обмен на получение единовременной выплаты, и структурными изменениями, которые мы прогнозируем на рынке наиболее распространенных ипотечных кредитов. Во-первых, кредитные организации все больше признают необходимость предоставлять услуги населению пенсионного возраста и могут расширить линейку предлагаемых продуктов, чтобы улучшить доступ пожилых заемщиков к рынку стандартных ипотечных кредитов. Мы уже отмечали, что крупные кредитные организации увеличивают средний срок ипотечных кредитов и снижают ограничения по возрасту.

Во-вторых, на рынке отмечаются структурные изменения: правительство и регулирующие органы все больше учитывают интересы пожилых заемщиков и принимают меры по их поддержке. Проведенная Управлением по финансовому регулированию и надзору в 2018 году переклассификация ипотечных кредитов с погашением только процентов для заемщиков пожилого возраста, пока они находятся на пенсии (retirement interest-only, RIO), в результате которой эти кредиты были отнесены к категории стандартного ипотечного продукта, сняла ограничение по возрасту и позволила продлить срок погашения ипотеки до смерти заемщика или его переезда в учреждение для получения длительного ухода, когда сумма кредита погашается из средств, полученных от продажи имущества. При условии, что заемщик может подтвердить свою кредитоспособность, ипотечный кредит с погашением только процентов представляет собой более дешевую альтернативу кредиту под залог недвижимости, по которому накапливаются проценты (interest roll-up lifetime mortgage). В то же время различие между ипотечными кредитами по схеме RIO и кредитами под залог недвижимости с отложенным сроком погашения позволяет облегчить выдачу ипотечных кредитов по схеме RIO, что может увеличить число кредитных организаций, предлагающих этот продукт.

<sup>1</sup> Страховые программы с установленными выплатами — программы, гарантирующие фиксированный размер выплат при наступлении страхового случая (в контексте данной статьи — при выходе на пенсию). Как правило, размер периодических страховых взносов в рамках таких программ колеблется из года в год в зависимости от рыночных условий и прочих параметров.

<sup>2</sup> Страховые программы с фиксированными взносами — программы, предусматривающие фиксированный размер периодических взносов, в то время как размер выплат при наступлении страхового случая не зафиксирован, но зависит от рыночных условий.



**Владимир ШИКИН,**  
заместитель директора по маркетингу,  
Национальное бюро кредитных историй (НБКИ)

## Сохранят ли заемщики хорошего кредитного качества интерес к ипотеке в 2019 году?

**В** 2018 году россияне получили на 33% больше ипотечных кредитов, чем в 2017-м. В рублях разница еще более впечатляющая — рост составил порядка 47%. Суммарный размер ипотечного портфеля вырос за год более чем на четверть и превысил 6.2 трлн рублей. Доля ипотечных и жилищных ссуд в общей структуре задолженности россиян перед банковским сектором с 2015 года выросла на 11 п. п. пунктов и сейчас составляет 44%.

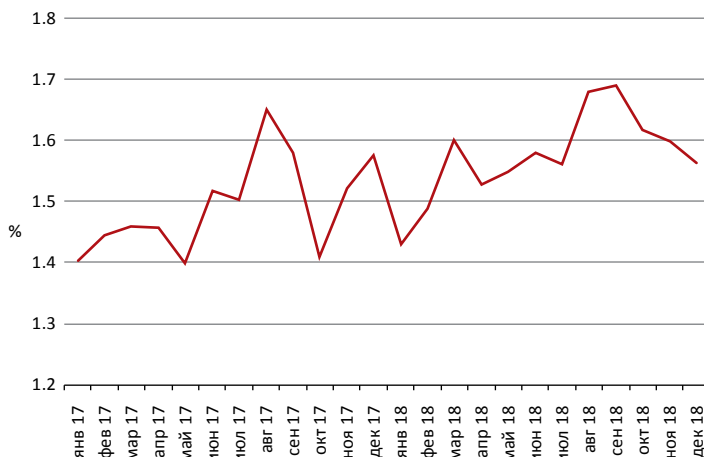
Между тем важной (если не важнейшей) характеристикой роста ипотечного кредитования в 2018 году следует считать его качество. Действительно, опыт бума розничного кредитования в 2012–2013 годах говорит, что рост без должного контроля кредитного риска вовсе не означает движение в правильном направлении. С 2015 года банки

активно развивали системы управления рисками, внедряли использование различных инструментов прогнозной аналитики и систем мониторинга кредитного риска. Все эти процедуры доказывали свою актуальность и в концепции развития цифровой ипотеки, повысившей требования к качеству и скорости обработки больших объемов данных.

На конец 2018 года основной индикатор кредитного качества ипотечных портфелей — доля кредитов, по которым зафиксирована просрочка свыше 90 дней, составлял 1.6%, при этом динамика показателя говорит о стабильном развитии (см. Рисунок 1).

Однако на фоне существенного роста выдачи такая динамика может быть обусловлена математическим эффектом — когда новые кредиты за счет своего большого количества «скрывают» определенные проблемы как в качественной структуре портфеля, так и в ка-

**Рисунок 1**  
**Динамика доли кредитов с просроченной задолженностью свыше 90 дней**  
 Источник: НБКИ

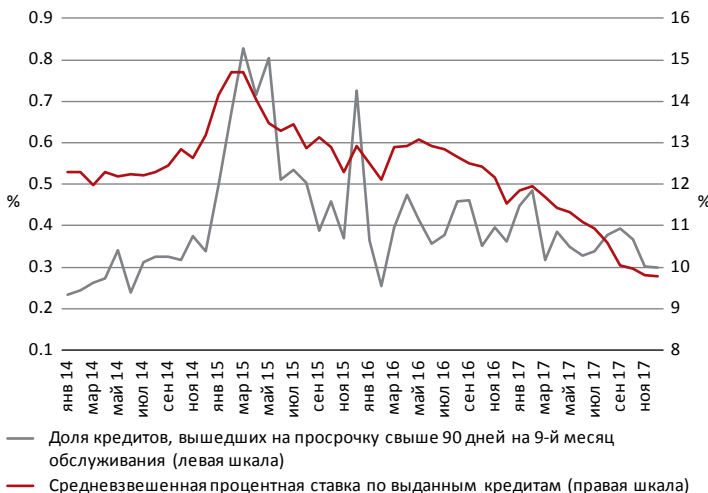


честве открытия новых счетов. В этой связи больше информации может дать винтажный анализ — оценка качества кредитов по поколениям выдачи (см. Рисунок 2).

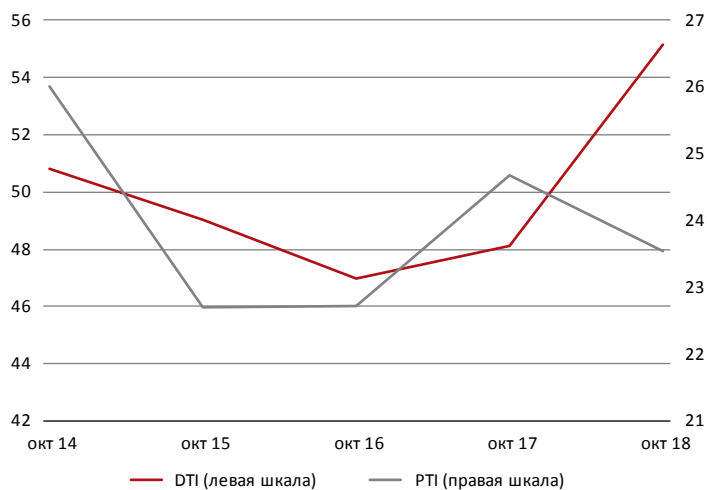
Действительно, как мы видим, после 2015 года качество новых кредитов улучшилось и остается стабильно хорошим — на 9-й месяц обслуживания на просрочку свыше 90 дней выходит не более 0.4% от выданных кредитов. Интересно, что качество выдаваемых кредитов сильно коррелирует со средневзвешенной ставкой. По рядам (ставка и качество), представленным на Рисунке 2, коэффициент корреляции составляет 0.6.

Это в определенной степени подтверждает гипотезу, что кредиты по высоким ставкам берут заемщики зачастую не самого лучшего качества, остро нуждающиеся в деньгах.

Рост ипотечного кредитования становится значимым фактором в оценке индикаторов долговой нагрузки российских частных заемщиков. Показатели DTI (англ. Debt to Income — отношение остатка долга по всем кредитам к годовому доходу) и PTI (англ. Payment to Income — отношение ежемесячного платежа по всем кредитам к доходу в месяц) в 2018 году двигались разнонаправленно (см. Рисунок 3).



**Рисунок 2**  
**Доля кредитов, вышедших на просрочку свыше 90 дней на 9-й месяц обслуживания кредита, и процентные ставки по месяцам выдачи кредитов**  
 Источники: НБКИ, ЦБ РФ

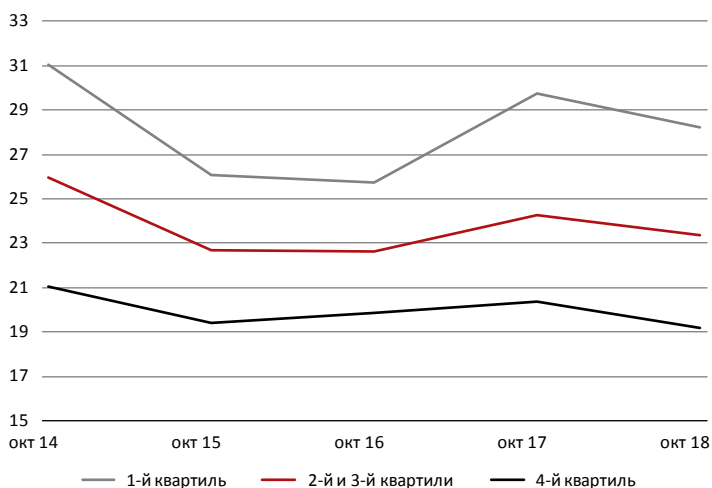


**Рисунок 3**  
Динамика среднего значения RTI и DTI. Значения указаны в процентах  
Источник: НБКИ

Если RTI как индикатор, характеризующий сложность обслуживания кредитных обязательств заемщиком, снижается, а DTI, отражающий уровень поддержки частной экономики заемными средствами, растет, очевидно, мы можем говорить об изменении характера розничного кредитования. Модель кредитования на небольшие суммы и короткие сроки постепенно уступает место целевому кредитованию на большие суммы и сроки, в том числе ипотечному. Это позитивный сигнал, отражающий движение всей системы кредитования в сторону более надежных и долговременных инструментов.

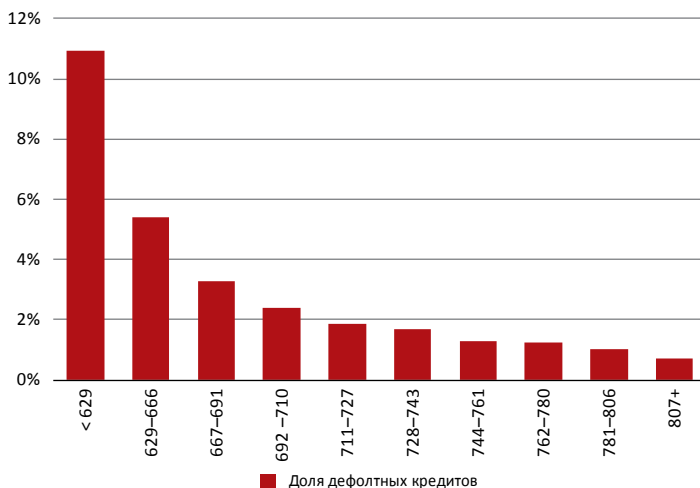
Впрочем, отмечая позитивные тенденции, нельзя не сказать и о рисках. В силах кредитора осуществлять более качественную сегментацию кредитных заявок на основе предиктивных технологий, основанных на оценке возможностей и способностей заемщика обслуживать будущий долг. Говоря о возможностях заемщика, конечно, необходимо иметь точное понимание о будущей долговой нагрузке. На Рисунке 3 приведена динамика RTI. Несмотря на снижение этого показателя в последние годы, абсолютное значение 23.55% нельзя считать комфортным для

**Рисунок 4**  
Динамика RTI заемщиков различных доходных групп (квантилей)  
Источник: НБКИ



**Рисунок 5**  
**Вероятность дефолта по**  
**ипотечному кредиту в**  
**зависимости от скоринга**

Источник: НБКИ



большинства долгосрочных кредитов. Более того, говоря о среднем значении, мы должны понимать, что в общей популяции претендентов на ипотечный кредит будут заемщики с долговой нагрузкой выше этого (или другого, определенного кредитором или регулятором как критичное) значения. Действительно, даже поверхностная сегментация заемщиков по уровню дохода говорит о различиях в их показателях долговой нагрузки (см. Рисунок 4)<sup>1</sup>.

Как видим, чем меньше у заемщика доход, тем его долговая нагрузка выше. В целом, тренд РТ1 у заемщиков всех доходных сегментов схож, но у заемщиков с небольшими доходами изменения минимальны. Это значит, что в данном сегменте долгосрочные кредиты на большие суммы (ипотека) имеют меньшее проникновение.

Таким образом, при рассмотрении кредитной заявки на ипотеку кредитору следует крайне внимательно оценивать доход заемщика, действующие обязательства и с учетом этих данных и параметров будущего ипотечного кредита — долговую нагрузку на весь период действия договора.

Все большее значение в оценке вероятности добросовестного исполнения заемщиком своих обязательств по ипотечному кредиту приобретает кредитная история. Базы бюро кредитных историй со временем насыщаются большим объемом информации, что делает переменные из кредитной истории заемщика все более значимым предиктором в собственных или внешних системах оценки кредитного риска. Так, прогнозная сила скоринг бюро НБКИ, построенного на данных НБКИ, по результатам регулярного мониторинга стабильности и эффективности модели показывает постоянное увеличение: к середине 2018 года GINI модели превысило значение 82. Другими словами, разделительная способность скоринг бюро растет, и чем выше значение скоринга, тем с большей вероятностью заемщик справится со своими обязательствами (см. Рисунок 5).

Многие эксперты ожидают в 2019 году роста ипотечных ставок. На фоне повышения базовой ставки Банком России такие прогнозы имеют все основания реализоваться. Размер такого повышения и, соответственно, реакция на него заемщиков хорошего кредитного качества пока остаются открытыми вопросами для кредиторов. Можно предположить, что существенный рост стоимости ипотеки ухудшит общее качество входящего потока. Но при этом конкуренция и планы банков по развитию ипотеки остаются реальностью.

<sup>1</sup> Рассмотренная популяция ранжирована на квартили по уровню дохода, при этом 1-й квартиль содержит 25% популяции от наименьшего значения дохода до границы квартиля, 4-й квартиль — 25% популяции от нижней границы квартиля до наибольшего значения дохода.

В этой ситуации велик соблазн повысить аппетит к риску, дав возможность получения ипотечного кредита заемщикам, чьи возможности по обслуживанию долга сомнительны. По нашему мнению, это нельзя считать оптимальным решением. Более того, Банк России уже в конце 2018 года обращал внимание на практику предоставления ипотечных кредитов с уменьшенным первоначальным взносом и/или выдачей сопутствующего потребительского кредита на финансирование первоначального взноса.

Именно поэтому мы ожидаем от банков — специалистов в ипотечном кредитовании усиления активности в других

направлениях: в более технологичной верификации заемщиков, снижающей время рассмотрения заявки и стоимость этих процедур для кредитора, в более глубокой интеграции в процессы принятия решений предиктивных технологий НБКИ, прежде всего скорингов, позволяющих проводить качественную и быструю оценку риска-профиля, в более активном использовании отраслевой аналитики, позволяющей более эффективно находить заемщиков хорошего кредитного качества. Это технологичный, современный и цивилизованный путь развития, который принесет хорошие дивиденды банкам, их клиентам и всему рынку.





ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
2019

Рынок секьюритизации  
альтернативных  
классов активов

Партнер рубрики:



К альтернативным активам для секьюритизации принято относить любые непоточные активы: автокредиты, потребительские кредиты, кредиты на обучение, лизинговые активы. Кроме этих, довольно распространенных в мире в секьюритизации активов используют также права на налоговые возвраты (tax rebates), связанные, например, с внедрением «зеленых» технологий, отложенные платежные требования (deferred payment rights) и прочее. Объем непоточной секьюритизации (без учета CLO / CDO) в Европе за 3-й квартал 2018 года составил 48.8 млрд евро, или 53% от объема ипотечной секьюритизации.

К сожалению, в России мы не можем похвастаться развитием альтернативной секьюритизации. 2018 год был небогат на непоточные сделки. Основной причиной тому явилась регуляторная неопределенность с внедрением Базеля III в отношении резервирования при секьюритизации. Вступление в силу в октябре 2018 года Постановления № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение» наконец поставило точку в вопросе необходимости создания оригинатором резерва в 1250% по младшему траншу. Две сделки с кредитами МСП Транскапиталбанка и МСП Банка, размещенные после вступления в силу Постановления, открыли новую востребованную для альтернативных секьюритизаций. Привлекательным моментом в этих двух сделках стало требование о лишь 15%-ном резервировании для инвесторов в старший транш. Размещение этих выпусков дало определенные бенчмарки по прайсингу, позволяющие рассчитывать на развитие альтернативных секьюритизаций, так как экономика сделок для большинства оригинаторов становится положительной.

Подробнее об итогах альтернативной секьюритизации в 2018 году и тенденциях ее развития на будущее рассказывает обзорная статья Ксении Поляковой из Райффайзенбанка, открывающая нашу рубрику. Информация о пресс-брифинге МСП Банка, посвященном презентации сделки СФО МОС МСП 1, предоставит подробное описание одной из двух сделок с кредитами МСП.

Свой взгляд на наиболее востребованные в России альтернативные активы для секьюритизации представляет Владимир Драгунов с коллегами из юридической фирмы «Бейкер Макензи».

«Зеленая» секьюритизация становится заметным ответвлением ствола альтернативной секьюритизации. Наличие специального класса инвесторов, заинтересованного в поддержке экологических производств, энергетики, основанной на возобновляемых источниках, технологий, снижающих вредные выбросы, и так далее, способствует развитию «зеленой» секьюритизации в мире. Статья Moody's рассказывает про «зеленую» секьюритизацию. В ней вы найдете краткие описания сделок и обзор методологии Moody's по оценке степени «зелености». Может быть, со временем мы сможем говорить о развитии «зеленой» секьюритизации в России как об особом и заметном классе ценных бумаг.



**Сергей КАДУК,**  
исполнительный  
директор, департамент  
секьюритизации  
и проектного  
финансирования,  
Совкомбанк

Завершает рубрику статья Евгения Наумова из АО «НФК-Сбережения» о возможности внедрения «универсальной» закладной. Мне сложно согласиться с автором этой статьи, так как он исходит из того, что преимущественное развитие ипотечной секьюритизации в России произошло якобы из-за наличия такого инструмента, как ипотечная закладная. На самом деле развитие ипотечной секьюритизации произошло из-за создания специализированного института развития — Агентства по ипотечному жилищному кредитованию. АИЖК способствовало развитию рынка через программы покупки старших траншей ИЦБ, через предоставление услуг резервного сервисного агента, через систему покупки ипотечных портфелей и так далее.

За первые десять лет существования рынка ипотечной секьюритизации не был введен стандарт ипотечной закладной, но это не мешало рынку развиваться. Например, ипотечный портфель выпуска «ИА ХМБ-1», в котором я был организатором и структуратором, наполовину состоял из ипотечных договоров без закладных, что, однако, не помешало получить рейтинг на уров-

не суверенного от Moody's и успешно разместить сделку.

Закладная – это вторичный документ, который по сути дублирует кредитный ипотечный договор. Обременение объекта недвижимости, с закладной или без, все равно регистрируется в Росреестре. Наличие закладной на практике мало содействует ликвидности ипотечного портфеля. Соответственно, создание «универсальной» закладной скорее усложнит, чем облегчит секьюритизацию альтернативных активов из-за введения дополнительного документа.

При этом я, как организатор секьюритизационных выпусков, всячески поддерживаю цифровизацию и стандартизацию секьюритизируемых портфелей. Необходимо внедрять и электронную закладную, и электронную систему регистрации залогов нотариусами. Использование «цифры», технологии блокчейн будет гарантировать наличие качественного обеспечения в сделках секьюритизации, предоставляя тем самым комфорт для инвесторов. Это должно снизить трудозатраты на подготовку и информационное сопровождение выпусков, способствовать развитию ППС-сделок.



**Ксения ПОЛЯКОВА,**  
ведущий специалист  
по секьюритизации,  
Райффайзенбанк

## Неипотечная секьюритизация: анализ ключевых тенденций

**П**рошедший год нельзя назвать активным на рынке секьюритизации. Состоялось семь размещений выпусков ипотечных ценных бумаг (ИЦБ). Сделки ИА Металлинвест-2, ИА БСПБ 2 были реализованы в рамках классической секьюритизации, АО «КБ Дельта-Кредит», АО «ДОМ.РФ», ПАО Сбербанк, Банк ВТБ (ПАО) выпустили одностраншевые ИЦБ по программе «Фабрика ИЦБ». Ситуация в сегменте сделок неипотечной секьюритизации улучшилась: в 2018 году закрылись две сделки секьюритизации портфеля кредитов малому и среднему бизнесу (МСБ) — СФО МОС МСП 1, СФО ТКБ МСП 1. Несколько банков-оригинаторов приступили к структурированию сделок секьюритизации автокредитов, выпуски которых мы надеемся увидеть в текущем году. О том, как дальше будет развиваться рынок альтернативных классов активов и какие драйверы могут этому способствовать, речь и пойдет в данной статье.

Несмотря на интенсивное развитие ипотечного жилищного кредитования, привлекательность классического рынка траншевых ИЦБ снижается. Объяснением этому могут служить несколько причин.

Во-первых, низкая маржинальность ипотечных кредитов определяет отсутствие предложения привлекательной доходности со стороны банков-оригинаторов. Продолжительная политика Центрального банка по снижению ключевой ставки привела к падению процентных ставок по ипотечным кредитам и увеличению темпов рефинансирования. Согласно статистическим данным за 9 месяцев прошедшего года, треть объема ипотеки по стране реализовано не по стандартной схеме: «новый заемщик — новая покупка жилья», а исходя из сложившейся рыночной конъюнктуры. Клиенты со ставками 13–15% становились клиентами со ставками 9–10% годовых. Уровень ликвидности в российском банковском секторе оказался на историческом пике.

Во-вторых, увеличение темпов роста досрочного погашения способствует ускорению амортизации портфелей и делает нецелесообразным их продажу в целях привлечения фондирования через выпуск ценных бумаг.

И в-третьих, наблюдается преобладание «фабричных» ИЦБ на рынке. Всего за 2 года их доля превысила 50% от всех ИЦБ в обращении. В 2018 году 93% сделок секьюритизации было организовано в рамках программы ДОМ.РФ. Такой спрос обусловлен очевидными преимуществами программы: устойчивость конструкции сделок, льготное налогообложение, снижение нагрузки на капитал. Однако «Фабрика ИЦБ» не способна полностью заменить классическую секьюритизацию. «Фабричные» выпуски облигаций с переменным купоном создают для инвестора дополнительные трудности при расчете доходности, а механизм поддержки в виде поручительства единого института развития в жилищной сфере будет способствовать постепенному накоплению риска концентрации на ДОМ.РФ.

Безусловно, сложившиеся экономические условия затрагивают не только ипотечный сектор. Однако их влияние на другие розничные активы не столь значительно с точки зрения секьюритизации. К тому же уже сейчас мы наблюдаем волатильность ставок на рынке, что скорее всего будет способствовать обратному повышению средневзвешенных ставок по всем новым кредитным продуктам. Вопрос маржинальности кредитных портфелей и их реальной стоимости при стоимости ликвидности выше 8% будет набирать остроту, что обратит интерес рынка к инструменту секьюритизации различных классов активов.

Количество сделок неипотечной секьюритизации до сих пор остается незначительным. До 2014 года секьюритизация альтернативных классов активов в России происходила по зарубежному праву. Состоялся ряд трансграничных сделок по секьюритизации автокредитов, потребительских кредитов и межбанковских клиентских платежей. В период 2015–2016 годов, после принятия законодательных изменений, впервые по российскому праву были реализова-

ны сделки секьюритизации автокредитов Кредит Европа Банка и лизинговых платежей ЛК «Уралсиб», секьюритизация кредитов малому и среднему бизнесу СФО ПСБ МСБ 2015. В 2017-м стоит отметить сделку СФО «Локосервис финанс», обеспеченную залогом денежных требований к ОАО «РЖД», сделку СФО «Социальная инфраструктура — 1», обеспеченную залогом в виде права денежного требования по проектам государственного частного партнерства. 2018 год завершился успешным закрытием сделок СФО МОС МСП 1, СФО ТКБ МСП 1, обеспеченных портфелем кредитов предприятиям малого и среднего бизнеса.

Самая активная работа в настоящий момент разворачивается именно в сегменте МСП. Кредитование малого и среднего бизнеса является приоритетным направлением, исходя из стратегической цели его развития как основного драйвера экономики, в том числе в кризисных ситуациях. В рамках комплексных мероприятий Банк России совместно с участниками финансового рынка проводит процедуры, способствующие повышению доступности финансовых услуг для субъектов МСБ. Секьюритизация рассматривается в качестве одного из важнейших инструментов привлечения заемных средств. Проводится работа по внедрению единых стандартов кредитования МСБ, направленная на оптимизацию процессов выдачи кредитов субъектам, рост финансовой устойчивости кредитных организаций, упрощение их взаимодействия, снижение рисков.

На момент написания данной статьи МСП Банк представил рынку пилотную сделку в рамках мультиоригинаторной платформы. Объем выпуска составил 7 млрд. руб., ставка купона зафиксирована на уровне 9.1% годовых. Основные преимущества сделки заключаются в возможности финансирования под залог МСБ-кредитов даже при небольшом портфеле, снижении издержек на реализацию и наличии поручительства в качестве кредитного усиления. В дальнейшем планируется увеличение количества подобно рода сделок и расширение числа участников.

Немалое число банков рассматривают кроме сегмента МСБ секьюритизацию портфелей автокредитов. Такие кредиты более однородные, длиннее, чем потребительские, и имеют под собой обеспечение в виде автомобиля. Их концентрация в банках увеличилась ввиду активной работы Центрального банка по очистке банковской хоты, и как актив автокредиты достаточно понятны для инвесторов. В настоящее время несколько банков работают над структурированием сделок секьюритизации таких портфелей. Интерес обуславливается возможностью повысить рейтинг заимствования над рейтингом originатора, а значит, снизить стоимость привлечения финансирования.

Помимо банков в выпуске обеспеченных облигаций могут быть заинтересованы рыночные субъекты, в частности лизинговые компании. Согласно опросу рейтингового агентства «Эксперт РА»<sup>1</sup>, основными причинами, препятствующими развитию данного сегмента, можно считать рост процентных ставок кредитования, нехватку заемных средств, валютную переоценку активов. Лизинговая секьюритизация хоть и достаточно специфична, но способна отчасти решить проблему фондирования сделок. Большинство возникающих вопросов требуют совместного юридического и налогового анализа. Например, налоговый аспект будет важной составляющей при определении цены продажи имущества, юридический заключается в передаче и залоге будущих прав. При этом надежность залога в данном случае намного выше, чем у автокредитов, поскольку базовый актив, являющийся обеспечением, принадлежит самой лизинговой компании. Как правило, лизинговые компании привлекают финансирование путем открытия банковских кредитных линий под залог договоров лизинга. Соответственно, у них накоплен значительный опыт в формировании однородных пулов и работы с ними. Однако следует признать, что секьюритизация требует от компаний

значительной перестройки внутренних бизнес-процессов.

Стандартизация процессов является одним из основных драйверов рынка. Ввиду незначительного российского опыта каждая неипотечная сделка оказывается уникальной. Это сказывается на скорости ее реализации, стоимости и инвестиционной привлекательности. Говоря о законодательстве, следует отметить, что текущее регулирование гораздо эффективнее, чем несколько лет назад. В законе для неипотечной секьюритизации предусмотрено больше гибкости и возможностей для структурирования сделок, чем в законе об ипотечных ценных бумагах, что способствует лучшему удовлетворению запросов рынка. Так, например, принятое Банком России Положение 647-П «Об определении банками величины кредитного риска...» в соответствии со стандартами Базеля III призвано решить насущную проблему резервирования. В основу данного Положения положен принцип нейтральности по риску — секьюритизация не должна увеличивать нагрузку на капитал по сравнению с базовым секьюритизируемым активом. Документ изменяет порядок расчета риска не только по облигациям, которые приобретаются originатором, но и по бумагам, которые приобретаются кредитными организациями, выступающими в качестве инвесторов. Положение предусматривает два подхода — стандартизированный и ППС-секьюритизацию. Новое регулирование отменяет требование об обязательной оценке риска в размере 1250% по вложениям в младшие транши, предусматривается возможность снижения расчетного значения коэффициента риска до 15% по всем траншам и до 10% по старшим траншам в рамках ППС. Для originатора предусматривается возможность сохранения коэффициентов риска, которые применялись до сделки секьюритизации. Новая методика расчета позволит снизить нагрузку на капитал приблизительно в пять раз и окажет существенное влияние на структурирование будущих сделок.

Принятый в 2015 году Закон № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств...» способствовал про-

<sup>1</sup> «Рынок лизинга по итогам 9 месяцев 2018 года: консолидация в действии» <https://raexpert.ru/researches/leasing/9m2018>.

ведению большой реформы, которая сказала на сроках реализации многих сделок в 2017 году и продемонстрировала успешные результаты в 2018-м. Мы увидели несколько сделок секьюритизации, в том числе кредитов малому и среднему бизнесу. Обеспеченным облигациям данных выпусков были присвоены рейтинги максимального уровня AAA(ru.sf) в соответствии с новой методологией рейтингового агентства АКРА по национальной шкале.

Резюмируя выше сказанное: есть все основания полагать, что рынок не теряет интерес к секьюритизации. Данный инструмент по-прежнему остается одним из самых удобных способов фондирования долгосрочных кредитных обязательств. Наблюдаемый уже сейчас рост

процентных ставок будет способствовать сокращению темпов досрочного погашения кредитных портфелей. Посредством секьюритизации удастся получить длинный, хорошо обеспеченный инструмент, привлекательный для институциональных инвесторов. Отмена правила по начислению резервов в размере 1250% для originаторов и снижение резервирования для старших траншей повысит интерес банков к инвестированию в обеспеченные розничными активами выпуски. Стандартизация процессов, совершенствование законодательной базы, активная работа участников рынка и комфортная макроэкономическая и внешнеполитическая среда определят дальнейшее развитие рынка секьюритизации в целом.

# «Новое слово в развитии рынка секьюритизации»

Обзор пресс-брифинга МСП Банка

**22** января 2019 года на площадке Московской биржи состоялся пресс-брифинг МСП Банка, посвященный пилотной сделке секьюритизации кредитов МСБ (СФО МОС МСП 1). Выпуск обеспеченных облигаций был размещен 26 декабря 2018 года. Представители институтов развития, регулятора, инфраструктуры, организаторов и крупнейших инвесторов рассказали о процессе подготовки сделки, оценили ее особенности и обсудили перспективы развития сектора МСБ и секьюритизации МСП-кредитов на ближайшие годы.

**Дмитрий Голованов, председатель правления МСП Банка,** выступил с приветственным словом и представил параметры сделки:

— Выпуск представляет собой облигации старшего транша на 7 млрд рублей, обеспеченные портфелем кредитов трех банков (МСП Банк, ФорБанк и Солид Банк) на 10 млрд рублей. Сегодня это первая сделка в России, где несколько банков участвовали в предоставлении обеспечения в виде кредитов субъектам малого и среднего предпринимательства. К выпуску готовились долго: вместе с рабочей группой ЦБ и Корпорацией МСП мы разработали и утвердили стандарты кредитования для целей секьюритизации. Впоследствии в рамках рабочей группы были утверждены стандарты непосредственно секьюритизационной платформы, которая позволила нам сделать этот выпуск.

На сегодня в стране уже реализовано несколько сделок секьюритизации МСП. Самая первая сделка Промсвязьбанка состоялась два года назад, она была для нас определяющей. Потом был еще ряд сделок, в том числе недавно закрытая сделка ТКБ Банка. Но это были монооригинатор-

ные сделки, то есть в качестве обеспечения использовался кредитный портфель одного банка. Сегодня мы подошли к возможности использовать для секьюритизации кредитный портфель нескольких банков.

Мы создали так называемую мультиоригинаторную платформу, становление которой состоит из двух этапов. Первый этап, который реализовали, — это этап секьюритизации через приобретение портфелей МСП Банком. Но следующий этап — это когда уже сами банки смогут напрямую передавать свои кредитные портфели, которые полностью соответствуют стандартам кредитования, на СФО. Это будет уже без участия МСП Банка в качестве накопителя и сервисера, и это будет самостоятельная история секьюритизации.

Для нас очень важно и то, что в этой сделке приняли участие большое количество инвесторов, даже произошла переподписка при размещении. В основном это случилось, конечно, благодаря тому, что Корпорация МСП предоставила свое поручительство по старшему траншу; высокий рейтинг Корпорации на уровне AAA дает такие возможности. Однако само по себе направление поиска новых источников для



**Дмитрий Голованов:**  
«Мы видим продолжение сделок, которые будут помогать финансировать малое и среднее предпринимательство за счет рыночных источников»



финансирования МСП на фондовом рынке является очень интересным. Мы видим продолжение сделок, которые будут помогать финансировать малое и среднее предпринимательство за счет рыночных источников.

— Это действительно новое слово, может быть, даже новый этап развития рынка секьюритизации в России, — отметил **Михаил Мамута, руководитель Службы по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров Банка России.** — Банк России системно поддерживает направление секьюритизации уже несколько лет. Мы стараемся создать регулирующие условия, чтобы эти сделки было выгодно проводить. Кажется, нам это удалось: сегодня параметры регулирования выпусков организованы таким образом, что секьюритизированные бумаги размещать более выгодно и привлекательно, чем обычные облигации.

Почему нам представляется настолько важной секьюритизация, в том числе в сегменте МСП? Каждая сторона что-то выигрывает. Банки выигрывают в значительной степени: они разгружают капитал, привлекают денежные средства, которые позволяют выдавать новые кредиты, не дожидаясь погашения старых. Такая модель важна не только для крупных банков, которые могут делать секьюритизацию самостоятельно. Она

особенно важна для небольших банков, в том числе для банков с базовой лицензией, у которых возможность привлечения фондирования с рынка ограничена. Когда небольшие банки через мультиоригинаторную платформу МСП Банка делают это на некоей консолидированной основе, то сейчас или в будущем, когда сделки будут полностью мультиоригинаторными, они привлекают фондирование даже дешевле, чем могут привлечь напрямую с рынка. Почему дешевле, как это возможно? Секьюритизация обладает уникальной характеристикой: рейтинг бумаг в рамках сделки может быть выше, чем рейтинг кредитного учреждения, если облигации обладают достаточным качеством. Мы видим это практически во всех сделках секьюритизации. Поэтому через подобное финансирование банк может привлечь средства по более низким ставкам, чем напрямую через выпуск обычных облигаций.

На бирже есть наш совместный проект — «Сектор Роста», специальный сегмент для размещения бумаг малых и средних компаний. В этом направлении мы работаем совместно с Московской биржей, Корпорацией МСП и МСП Банком. Секьюритизация проведена тоже в этом «Секторе» — это очень важно, так как обеспечивается некая взаимосвязь, единство целей и задач различных инструментов для достижения



**Михаил Мамута:**  
«Секьюритизированные бумаги размещать более выгодно и привлекательно, чем обычные облигации»

**На фото (слева направо):**  
**Андраш Хорваи,**  
**Анна Кузнецова,**  
**Михаил Мамута**

одной цели — повышения доступности фондирования для МСП. В силу того что это фондирование дешевле для банка, это позволяет ему дешевле выдавать следующий кредит малому и среднему бизнесу.

Еще один выгодоприобретатель от этой сделки — инвестор, так как ему предлагается более привлекательный, качественный актив с премией. Поэтому мы полагаем, что секьюритизация имеет хорошие перспективы для дальнейшего развития.

Надо сказать, что малый и средний бизнес — не самый простой объект для секьюритизации. Это не настолько однородные кредиты, как автокредит и ипотека, поскольку малый, средний бизнес — весь разный, одна компания значительно отличается от другой. Секьюритизировать их сложнее: необходимо больше усилий, затрат как на подготовку, так и на последующее сопровождение сделки. Если бы не МСП Банк, который взял на себя роль ядра инфраструктуры, через которую осуществляются сделки, все разрабатываемые нами стандарты регулирования не достигли бы столь эффективно своих целей. Но теперь, когда у нас есть фактически сформированный инструментарий, одобренные и рекомендованные стандарты, можно сказать, что сложился фундамент, на основе которого можно устойчиво развивать направление дальше.

Надеемся, что 2019 год подарит нам еще несколько интересных сделок секьюритизации. Понятно, что это рыночные сделки,

а они подвержены различным рискам (рыночным и иным), но благодаря дальнейшему развитию будет сформирован устойчивый механизм финансирования банковской системы, особенно малых и средних банков. Это полностью соответствует нашей стратегической задаче по развитию банков с базовыми лицензиями и повышению их вклада в кредитование МСП.

Почему поручительство Корпорации МСП так важно? — задался вопросом Михаил Мамута в завершение выступления. — Буквально два года назад мы проводили большую обзорную встречу по теме секьюритизации с иностранными партнерами. На ней был представитель Small Business Administration<sup>1</sup>, который рассказывал про сделки секьюритизации, где SBA гарантирует некоторый объем рисков от транша выпускаемых бумаг. Казалось, что это будущее, к которому нам необходимо стремиться много десятилетий. Но оказалось, что при хорошо организованной совместной работе можно этого достичь за довольно сжатые сроки, и вот через два года у нас уже есть сделка, где часть риска покрыта поручительством Корпорации.

<sup>1</sup> Small Business Administration, SBA (рус. Управление по делам малого бизнеса) — государственное агентство в США, основной деятельностью которого является поддержка малого и среднего бизнеса.

С системной точки зрения это означает огромный шаг вперед, потому что позволяет разделять риск между рынком и институтом развития и таким образом обеспечивать наилучшее сочетание риска и доходности. То есть эти бумаги являются более привлекательными для инвесторов (в том числе для менее квалифицированных), чем облигации без поручительства. В рамках нашей реформы квалификации розничных инвесторов мы это тоже будем учитывать, понимая, что надежность обеспеченных бумаг многократно возрастает.

Со своей стороны хочу подтвердить готовность ЦБ дальше осуществлять необходимые действия, направленные на развитие регулирования сегмента МСП, содействие новым выпускам, совершенствование стандартов. Давайте вместе размышлять, как расширить применение этого инструмента. Это первый шаг, можно думать, как сделать его более интересным. У нас также много планов и с Биржей, и с Корпорацией МСП, и с МСП Банком. Думаю, что впереди будет много интересных и важных историй, аналогичных этой.

**Александр Браверман, глава Корпорации МСП,** оценил перспективы развития сегмента:

— Первое, что мы видим, — это возможность привлечения средств из рыночных источников, альтернативных бюджетным. Несмотря на то что в государственном бюджете заложена гигантская сумма кредито-

вания МСП — 10 трлн рублей к 2024 году, причем по ставке ниже рыночной, я думаю, что развитие этого сектора все равно будет опережать возможности бюджета. Почему я так думаю? Объем рынка МСП, который создан сегодня, рынка по 223-ФЗ, составляет 3 трлн 50 млрд рублей, это гигантская сумма. Она ревальвируется и будет наращиваться каждый год, к 2024 году сумма должна достичь 10 трлн рублей.

Субъектам малого и среднего предпринимательства необходимы средства, которые дадут им возможность участия в тендерах, это первый вопрос для решения. Мы считаем, что механизм секьюритизации в том виде, как его охарактеризовали коллеги из ЦБ и МСП Банка, создает глобально новые условия для субъектов малого сегмента предпринимательства. Более того, исследования ЕЦБ показывают, что банки, которые применяют подобный механизм, охотно кредитуют малый и средний бизнес на подъеме, но и уменьшают объемы кредитования на спаде.

Корпорация МСП действительно предоставила поручительство высокого класса. Но надо сказать, что, прежде чем мы добились этого класса, Центральный банк и Корпорация МСП проделали колоссальную работу, в результате которой Корпорация стала добровольно поднадзорной Банку России организацией. Ведь Корпорация не является банком, но и к ней сейчас применяются банковские нормативы, установленные Центральным банком. В том числе

**Александр Браверман:**  
«Механизм секьюритизации создает глобально новые условия для субъектов малого сегмента предпринимательства»

На фото (слева направо):  
Александр Браверман,  
Дмитрий Голованов,  
Юлия Карпова



и по этой причине Корпорация получила высокий рейтинг от агентства АКРА, и предоставленное ею поручительство позволило улучшить условия сделки.

Уже было упомянуто, что переподписка по выпуску составила 30%. Это очень большая сумма, которая является свидетельством того, что к подобного рода сделкам проявляется большой интерес. Поэтому мы, безусловно, будем способствовать развитию данного инструментария.

Есть две части — содержательная, о которой мы уже говорили, и формальная. В Паспорте национального проекта<sup>1</sup> прописано, что к 2025 году должны состояться сделки секьюритизации на общую сумму 93 млрд рублей. С одной стороны, у нас есть механизм, с другой стороны — нет шансов план не выполнить.

Если вы зайдете на сайт Корпорации МСП, то увидите на нем более 2 тысяч историй успеха субъектов малого и среднего предпринимательства. Это способствует тому «снежному кому», который мы сегодня видим. Например, известна история инструментария «Бизнес-навигатор МСП»<sup>2</sup>, который тоже глобально улучшает условия для предпринимательства. Сегодня на портале зарегистрировано более 1 млн 500 тысяч субъектов малого и среднего предпринимательства, из которых примерно 510 тысяч повысили свою выручку и / или численность работников, используя в том числе и финансовые механизмы, к которым они приходят через данный онлайн-ресурс.

— Для Биржи появление любого нового инструмента — всегда праздник, — начала выступление **Анна Кузнецова, управляющий директор Московской биржи.** — А появление нового инструмента на рынке облигаций — двойной праздник. Объясню почему: во-первых, за 20 лет развития рынка (первый выпуск был размещен в 1999 году) у нас появились все инструменты, за исклю-

чением структурных продуктов без защиты капитала. Во-вторых, к секьюритизации в широком смысле мы уже привыкли, потому что сделок ипотечной секьюритизации у нас было много. А вот сделки секьюритизации иных активов можно пересчитать по пальцам одной руки, некоторые из них осуществлялись не в российском праве, потому что не было готово регулирование. Поэтому данная сделка секьюритизации может выглядеть эталонной и первой в этом смысле.

Сегодня в обращении на бирже находятся облигации на 21 трлн рублей. Это примерно 399, но я скажу — 400 эмитентов. Соответственно, из них корпоративный сектор представлен 12 трлн рублей. Потенциал у секьюритизации сегмента МСП — 3 трлн. Это означает, что если за данной сделкой пойдут другие, а они обязательно пойдут, то корпоративный сектор может вырасти очень существенно.

Понятно, что ряд эмитентов сегмента МСП пришел на биржу напрямую. Они разместили облигации, есть несколько сделок по размещению акций. Эмитенты представлены разными отраслями: тут и транспорт, и IT-сектор, и строительство, и пищевая промышленность. Но совершенно очевидно, что далеко не каждый эмитент сегмента может выйти на рынок напрямую. Поэтому такого рода сделки секьюритизации интересны всем. С одной стороны, экономике, в которой именно этот сегмент может выступить драйвером в ближайшее время. С другой стороны — инвесторам, потому что выбор эмитентов МСП, которые напрямую выйдут на биржу, будет не очень большим. Поэтому все категории инвесторов — как консервативные пенсионные фонды, так и розничные инвесторы, роль которых на финансовом рынке и на рынке облигаций увеличивается три последних года — заинтересованы в таких продуктах. Но очевидно, что заинтересованы и сами компании МСП, потому что появление такого инструмента рефинансирования позволяет более широкому кругу банков работать в этом секторе.

Я рассчитываю, что в этом году мы сможем не только провести некоторое количество аналогичных сделок, но и предложить, возможно, новые инструменты. Во всяком случае, привилегированные акции нового типа тоже могут быть интересны данным компаниям.

<sup>1</sup> См. Паспорт национального проекта «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы», утвержденный президиумом Совета при Президенте РФ по стратегическому развитию и национальным проектам 24 сентября 2018 года.

<sup>2</sup> Портал Бизнес-Навигатора МСП, <https://www.smbn.ru/msp/main.htm>.

**Анна Кузнецова:**  
«Появление такого  
инструмента  
рефинансирования  
позволяет более  
широкому кругу банков  
работать в секторе МСП»



На фото: Андраш Хорваи,  
Анна Кузнецова

С точки зрения листинга, больших изменений по требованиям к нему для эмитентов облигаций на этот год не планируем. Однако мы будем обсуждать на разных комитетах и площадках некоторые подходы, например выравнивание требований к первому и второму котировальному списку.

Вектор развития, который у нас есть, — это диджитализация. Она пока, к сожалению, не может быть поставлена на поток для сделок секьюритизации, потому что в них есть обеспечение, и это в любом случае ручной труд. У нас есть возможность работы с электронной очередью и подготовки эмиссионных документов по стандартам биржи, уже появилась возможность выпуска облигаций эмитентом, у которого хотя бы один обращаемый на бирже инструмент есть, без посещения офиса биржи и центрального депозитария. Поэтому вектор диджитализации как упрощение компаниям сегмента МСП выхода на биржу будет востребован.

**Геннадий Марголит, исполнительный директор по рынку инноваций и инвестиций Московской биржи,** охарактеризовал значение проекта «Сектор Роста»:

— Это наше совместное детище с Корпорацией МСП и МСП Банком, и в нем наши цели и задачи совпадают: миссия этого проекта — помогать прежде всего «ма-

леньким» субъектам МСП. Проекту около года с небольшим, но уже есть определенный результат: есть пилотные сделки, 15 ценных бумаг 9 эмитентов торгуются, в том числе эта сделка (СФО МОС МСП 1).

Главная задача — это не количество сделок, а отработка неких инструментов поддержки. Самая сложная категория компаний — как раз субъекты МСП, которые в нормальной жизни до биржи не дотягиваются, и без дополнительных инструментов для них это практически невозможно. Поэтому мы сделали ставку на наших партнеров, на государство.

Нельзя не упомянуть национальный проект по поддержке МСП и предпринимательской инициативы, где есть целый раздел, посвященный теме дополнительных инструментов, и в том числе «Сектора Роста». Почему это важно? Потому что инструменты появятся как раз в результате поддержки со стороны государства, предусмотрено и бюджетное финансирование. Что это за инструменты? Назову только два самых главных. Первый — это субсидирование ставки купона, которое позволяет снизить издержки эмитента. И второй — поручительство со стороны институтов развития, прежде всего Корпорации МСП.

Одним из элементов, который как раз был протестирован в сделке, явилось по-



**Геннадий Марголит:**

«Главная задача — это не количество сделок, а отработка инструментов поддержки»

ручительство по облигациям со стороны Корпорации. Этот инструмент можно тиражировать и по отдельным выпускам. Он создает возможность для масштабирования процесса выхода на фондовый рынок маленьких компаний МСП, это уже новая реальность. И мы вместе с партнерами, Корпорацией и инвестиционными банками-организаторами видим в нем очень большой потенциал.

О мировом опыте секьюритизации МСП-кредитов рассказал **Андраш Хорваи, директор и постоянный представитель Всемирного банка в РФ:**

— Если мы посмотрим на опыт Европейского союза, то увидим, что на сектор МСП приходится две трети совокупной численности занятых в экономике. А доля предприятий МСП в ВВП составляет 56%, то есть превышает половину.

В то же время в РФ на сектор малого и среднего предпринимательства приходится четверть общей численности занятых в экономике, а вклад субъектов МСП в ВВП оценивается на уровне 22–23%. Эти цифры демонстрируют тот потенциал, который принесут предприятия МСП в развитие экономики, повышение занятости, увеличение доли населения, занятого в секторе МСП, и в развитие экспорта.

Проблемы, с которыми сталкиваются предприятия малого и среднего бизнеса в России, далеко не уникальны. С подобными проблемами сталкиваются практически

все страны мира. Это связано, например, с проблемами обеспечения активов в форме залога, большими издержками и высоким риском.

Нужно сказать, что секьюритизация портфелей кредитов МСП — это огромный шаг вперед в вопросе диверсификации источников финансирования, расширения доступа субъектов малого и среднего предпринимательства к финансовым источникам. Во многих странах государственный сектор играет огромную роль в развитии этого процесса.

В Европе общий объем рынка секьюритизации портфелей кредитов МСП по состоянию на 2017 год составлял около 17 млрд евро, это общий объем выпущенных и находящихся в обращении ценных бумаг. Объем новых выпусков составлял примерно 15 млрд евро. Однако количество мультиоригинаторных сделок МСП-секьюритизации в Европе мало.

Примерами стран, в которых наибольшая доля населения занята в МСП и сектор вносит большой вклад в ВВП, являются Италия и Испания. В этих странах также можно найти примеры развития новых финансовых продуктов. Хорошими примерами развивающихся стран являются Индия и Колумбия, где подобные сделки осуществляются в отношении кредитов для микробизнеса.

Следует признать, что мультиоригинаторные сделки по секьюритизации портфелей, обеспеченных кредитами МСП, — это

очень сложный вид бизнеса. Однако этот вид бизнеса необходимо продвигать, так как это очень многообещающий и инновационный продукт, который сулит огромные преимущества всем участникам.

**Юлия Карпова, руководитель блока финансовых рынков Промсвязьбанка**, обождала привлекательность сделки с позиции ключевого инвестора:

— Сотрудничество Промсвязьбанка с МСП Банком началось еще в 2009 году с пилотных сделок двухуровневого кредитования МСП. После этого рыночные условия менялись, надо было искать новые механизмы, и сотрудничество продолжалось.

Сам Промсвязьбанк является активным игроком на рынке кредитования малого и среднего предпринимательства, накоплены опыт и многолетняя экспертиза, которые мы использовали, когда думали, входить ли нам в те сделки, который предлагал МСП Банк. Еще в 2013 году в нашем банке была создана платформа для размещения сделок, тогда же мы сделали ипотечную сделку секьюритизации, а в 2016 году состоялась первая в России сделка секьюритизации портфеля кредитов МСП, организатором которой был МСП Банк. Поэтому при принятии решения о вхождении в эту сделку (СФО МОС МСП 1) мы использовали накопленный опыт.

Наш банк очень сильно изменился, в этом году мы стали государственной структурой. Поэтому ключевым фактором

при выборе инструментов, которые мы покупаем в наш портфель, является качество самих бумаг, качество базовых активов. Нам понравилась бумага, которую предложил МСП Банк. Прежде всего, конечно, премия к ОФЗ составляла около 110 б.п. И при том низком риске, который существует, мы считаем, что это абсолютно приемлемая для государственного банка премия. Короткая дюрация — менее 2 лет — это тоже интересный фактор для приобретения в портфель.

В этой облигации намного больше механизмов защиты, чем в классической облигации. Есть кредитная подушка, она довольно существенна. Мы считаем, это позволит снизить риск дефолта. Уникально, что в этой сделке наличествует поручительство Корпорации МСП с рейтингом AAA, которое говорит о том, что бумаги абсолютно надежны, а поручительство просто усиливает качество бумаги.

Помогло принятое Центральным банком в конце года Положение<sup>1</sup>, которое облегчило регуляторные ограничения для банков, приобретающих подобного рода бумаги. И теперь те сделки, которые соответствуют критериям, позволяют банкам снизить давление на капитал. Это было положительным фактором, который также способствовало решению о вхождении в сделку.

<sup>1</sup> Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П.

**Андраш Хорваи:**  
«Мультиоригинарные сделки по секьюритизации портфелей, обеспеченных кредитами МСП, — это очень сложный вид бизнеса»



Промсвязьбанк является в данной сделке одним из якорных инвесторов, и мы надеемся, что наличие рыночных инвесторов говорит о том, что инструмент имеет хорошие перспективы развития. Думаем, что подобного рода сделки будут востребованы инвесторами.

— Наш банк в 2016 году также принимал участие в сделке СФО ПСБ МСБ 2015, данный опыт нам понравился, — отметил **Андрей Бельянинов, председатель правления Евразийского банка развития**. — Поэтому приятно, что нас приглашают в такого уровня сделки. Мне кажется, следует упомянуть, что помимо РФ есть еще единое экономическое пространство, которое является евразийским, здесь тоже есть банковский сектор, например в Казахстане. Можно подумать о тиражировании такого рода сделок в том направлении.

**Михаил Автухов, заместитель председателя правления Совкомбанка**, рассказал о роли банка с позиций соорганизатора и инвестора:

— Что нас привлекло в этой сделке? В первую очередь высочайший уровень поддержки со стороны МСП Банка как организатора и нашего партнера, который уделил значительное внимание не только первичному размещению, но и вторичному рынку. Очень качественная структура выпуска. Ни у нас, ни у наших партнеров, ни у инвесторов, с которыми мы обсужда-

ли выпуск, не возникало никаких вопросов по кредитному качеству облигаций.

Нас также привлекла низкая нагрузка на капиталы инвесторов. Банки-инвесторы крайне благодарно восприняли структуру бумаги, значительно отличающуюся от выпусков секьюритизации ипотеки. Немаловажно отметить высокие буферы и очень качественную защиту старшего транша. Размер этого транша — 7 млрд рублей — существенная сумма, которая предполагает ликвидность и хорошее обращение бумаги на вторичном рынке. Высокие стандарты портфеля, револьверная структура, комфортная дюрация — все эти моменты были важны для нас.

Декабрь, в течение которого сделка размещалась, характеризовался не очень устойчивой ситуацией на первичном рынке. Было много тенденций, которые неким образом мешали, была некоторая турбулентность. Достигнутый эффект участия и переподписка очень хорошо характеризуют и ту работу, которая была проделана в первую очередь организатором.

С точки зрения партнера, соорганизатора, нельзя недооценить рождение нового инструмента — мультиоригинаторности и самой платформы. Потому что в тех условиях, когда оригинаторы не могут собрать соответствующий пул, частные или даже крупнейшие государственные оригинаторы с большим трудом собирают этот пул, проходит довольно длительный период организации сделки. Это, конечно, серьезно



**Михаил Автухов:**

«Ни у нас, ни у наших партнеров не возникало никаких вопросов по кредитному качеству облигаций»



**Андрей Бельянинов:**  
«Можно подумать  
о тиражировании  
такого рода сделок  
в направлении  
Казахстана»



тормозит появление подобных инструментов. Поэтому сам принцип мультиоригинаторности, при помощи которого могут быть сформированы заметные пулы от разных оригинаторов, — это тот ключевой инструмент, который недооценивать нельзя.

Когда появляются подобные инструменты, это ведет не только к развитию госпрограмм МСП и ипотеки, но и к развитию финансового рынка, рынка облигаций, биржи. Это успешный результат взаимодействия инфраструктуры биржи, банков развития, корпораций, и в том числе государственных и частных банков.

**Председатель ВЭБ.РФ Игорь Шувалов** отметил:

— Для нас эта сделка — свидетельство того, что финансовый рынок России действительно развивается, что к малому бизнесу банки начинают по-другому относиться. К малому бизнесу относится по-другому и Центральный банк (это связано с регулированием и многими другими факторами). Для нас как участников этого проекта важно, что мы начинаем сложную финансовую работу, которая позволит мультиплицировать капитал и подталкивать коммерческие банки к тому, чтобы они не бегали от малых предпринимателей, а, наоборот, понимали, что кредит МСП — это такой же качественный продукт, как и ипотека, ничем не хуже.

То, что сейчас инвесторы отмечают серьезное поручительство Корпорации МСП, это здорово, и для первоначальных сделок,

наверное, правильно, но надо научиться делать так, чтобы этого поручительства не было. Мы будем стремиться к тому, чтобы без поручительства было комфортно работать с портфелем кредитов МСП.

Какова наша основная функция? В данном случае — функция развития. Это, с одной стороны, развитие финансового рынка, с другой стороны — поддержка Корпорации МСП по развитию сегмента малого и среднего предпринимательства. Какие наши следующие шаги? В рамках проекта «Развитие городской экономики» нужно научиться формировать все портфели по крупным городам так, чтобы они были понятны абсолютно инвесторам, с одной стороны, с другой — меняли бы качество жизни в городе. ВЭБ будет активно приобретать облигации, всех остальных будем просить участвовать вместе с нами в таких проектах.

Портфель кредитов совсем небольшой, но участие трех институтов развития (сам ВЭБ, Евразийский банк развития и Международный банк экономического сотрудничества) — это уже хороший знак. Все инвесторы подобраны с умом, они сами по себе уже дают определенный сигнал. Мы просим Корпорацию МСП наладить работу таким образом, чтобы в 2019 году мы увидели новые выпуски, которые связаны с экономикой города, поскольку только на плечах малого и среднего предпринимательства лежит качество жизни в городах. ВЭБ будет заниматься крупными



**Игорь Шувалов:**  
«Кредит МСП — это такой же качественный продукт, как и ипотека, ничем не хуже»

проектами в городах. Но жизнью человека занимается именно малый и средний бизнес. Я надеюсь, что мы пройдем путь к лучшему состоянию финансовой системы без гарантий государственных корпораций. Если портфель будет правильно подобран, а работа правильно построена, то мы сможем создать комфорт для инвесторов.

Завершая выступления спикеров, **Дмитрий Голованов** сообщил:

— Сегодня это была сделка под поручительством Корпорации, но мы уже создали платформу, которая позволяет непосредственно перемещать кредиты с баланса банка-оригинатора на СФО, объединять

в едином пуле кредиты разных банков и в будущем выпускать облигации и без гарантий Корпорации. Но это будет зависеть от коммерческих банков, которые будут участвовать в сделках. Как только они перейдут на наши стандарты, секьюритизация станет настолько возможной, насколько она будет покупаться инвестором. Поэтому мы вынуждены балансировать между запросом инвесторов на качество бумаги и умением наших банков, в том числе банков с базовой лицензией, региональных банков, правильно формировать и обслуживать свои кредитные портфели, к этому мы будем идти.

## Вопросы аудитории

**Участие в этой сделке для ВЭБ.РФ привлекательно больше как для банка или как для института развития?**

**Игорь Шувалов**

— Участие привлекательно с обеих сторон. Для нас как для корпорации развития важно поддерживать развитие финансового рынка и сегмент малого и среднего предпринимательства. Несмотря на то что основная забота лежит на Корпорации МСП, это не значит, что мы от этой работы освобождены полно-

стью. Мы поддержим своим капиталом Корпорацию МСП и МСП Банк.

Наша поддержка должна быть по правилам формирования такого облигационного займа, с учетом портфеля кредитов в основе займа: предоставляется свободный капитал, чтобы Корпорация МСП и МСП Банк себя не перегружали, а были в состоянии обеспечить эту «фабрику», возможность

выдачи новых кредитов, настраивали на это коммерческие банки. В данной части это наш мандат развития. С позиции банка: для нас это также выгодное и абсолют-

но безопасное размещение свободных средств, поэтому мы относимся к проекту как к интересному коммерческому мероприятию.

## Как вы можете оценить перспективы развития малого и среднего предпринимательства на этот год?

### Александр Браверман

— Расскажу о наших базовых показателях. Мы исходим из того, что создан принципиально новый рынок, который гарантируется кредитами МСП. При должном качестве, должном времени поставки и должной цене компании МСП могут доставлять свою продукцию крупным корпорациям. В этом году рынок составляет минимум 3.2 трлн рублей, максимум — 3.3 трлн рублей. Есть устойчивый сегмент рынка, который не является сегментом сервиса, но последний и не является для нас приоритетным. Мы, четыре института развития при координации ВЭБ, занимаемся реально городской экономикой, в ней малый бизнес играет доминирующую роль. Второй сегмент — это сегмент сервиса. Итак, есть рынок, сколько денег ему нужно? В этом году будет выделен 1 трлн 150 млрд рублей кредитов по льготной ставке.

Третье важнейшее для нас направление — квалификация бизнеса. У нас есть инструмент «Бизнес-навигатор МСП», в проекте присутствуют более 1.5 млн субъектов МСП из 5.9 млн субъектов, которые вообще есть в реестре. При этом из 5.9 млн 30% сдают нулевую отчетность, поэтому в реальности остается 4.2 млн субъектов МСП. То есть значительная часть субъектов МСП зарегистрирована на портале.

На этот год у нас очень амбициозные планы, и в целом к 2024 году более 30% от зарегистрированных на портале должны показать рост выручки или численности работников. Предусмотрено четыре уровня действий: первый — вы зашли на сайт, второй — вы зарегистрировались на ресурсе, третий — вы использовали 1 из 163 существующих на сегодня ресурсов поддержки, четвертый — вы получили от этого рост выручки или численности занятых. То есть вы зряче делали бизнес.

«Бизнес-навигатор МСП» частично будет встроен в платформу, которую мы делали при координации ВЭБ.РФ, в конце марта.

Каких верхнеуровневых показателей мы хотим достичь? Показатели верхнего уровня сформулированы в двух документах: № 204<sup>1</sup> и национальном проекте<sup>2</sup>. Мы должны создать 5.8 млн дополнительных рабочих мест, то есть число рабочих мест в секторе МСП достигнет 25 млн. Да, это ниже европейских показателей, но не радикально. Если будут созданы квалифицированные рабочие места, это будет другая экономика. Мы достигли определенных успехов в горизонтальном реструктурировании экономики за счет ухода от сырьевой зависимости к высоким технологиям. Сегодня более 60% доходов бюджета составляют несырьевые источники. В вертикальном реструктурировании мы пока успехов не достигли, и цифра, обозначенная Андрашем Хорваи, бесспорно, в 2 раза ниже европейской и практически в 3 раза ниже, чем в Японии и Южной Корее. То есть у нас есть огромные резервы, мы должны достичь значения в 25 млн занятых в секторе МСП и выйти на параметр 32.5% (доля МСП в ВВП — **ред.**). Считаем этот параметр минимальным. Мы будем стараться приблизиться к 40%, как это сказано в послании Президента РФ.

<sup>1</sup> Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 г. № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года».

<sup>2</sup> См. Паспорт национального проекта «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы», утвержденный президиумом Совета при Президенте РФ по стратегическому развитию и национальным проектам 24 сентября 2018 года.

## Какой объем секьюритизации вы планируете в этом году? У вас был план 65 млрд на ближайшие 3.5 года.

### Дмитрий Голованов

— Минимальные объемы, которые мы в любом случае покажем в этом году, — 10 млрд рублей. Это будут сделки на мультиоригинаторной платформе, которую мы уже запустили в 2018 году. Минимальные, потому что эта цифра предусмотрена в «Паспорте национального проекта по развитию малого и среднего предпринимательства и по предпринимательской инициативе». Мы являемся участником сделки секьюритизации, Корпорация нас поддерживает своими по-

ручительствами. Мы стремимся к тому, чтобы впоследствии делать выпуски уже без поручительства Корпорации, и мы к этому подойдем рано или поздно, это даже для банков будет выгоднее. Но пока план на 2019 год — это минимум 10 млрд рублей.

### Игорь Шувалов

— Если мы научимся запускать портфель по городской экономике, минимум 10 млрд рублей только ВЭБ сможет позволить себе инвестировать в такие облигации.

## Было сказано, что секьюритизация имеет хорошие перспективы, а какой потенциал у банка с базовой лицензией на проведение таких сделок? Смогут ли банки найти спрос на эти инструменты без поддержки Корпорации МСП?

### Михаил Мамута

— Банки с базовой лицензией — это новый класс банков, который появился в этом году. Их уже больше 100, это довольно серьезный класс банков, которые есть практически в каждом регионе. Для них малый бизнес — это как раз основной клиент, им совершенно не с руки работать с капиталами больших компаний. Но вопрос фондирования для них критичен. Откуда они берут деньги? С рынка, то есть с депозитов, или привлекают средства у институциональных инвесторов. Секьюритизация — это путь, который позволяет им обеспечить постоянно действующий возобновляемый механизм фондирования. Если платформа будет работать как часы, а она должна работать именно таким образом, то банки с базовой лицензией смогут, сформировав пул народных кредитов малому бизнесу по нашим совместным стандартам, выгрузить его на платформу, там они будут запаковываться, продаваться на рынок.

При хорошем качестве портфеля у выпуска всегда будет более высокий рейтинг, чем у банка. Это значит, что банк привлечет средства дешевле через этот механизм, чем он привлек бы их напрямую. Это край-

не важно, даже если речь идет о проценте. Один процент — это для финального бенефициара большая разница. Поэтому цель подобной платформы — обеспечить секьюритизацию для банков с базовой лицензией. В этом состоит главная инновация для регионального банка.

Что касается влияния на рынок: рынок кредитования МСП быстро растет, за 11 месяцев он вырос на 12.5% по объемам выдачи. Это высокие темпы роста. А портфель вырос на 4.5% за 11 месяцев, при этом ставка снизилась на 1.5%. Конечно, 10 млрд в объемах триллионов — это пока не такие цифры, которые меняют рынок, но они создают основу для рынка. Поэтому наша общая задача — обеспечить постоянно действующий револьверный механизм рефинансирования. Еще один важный момент: у нас есть собственный инструмент — это программа стимулирования, раньше она называлась «Программа 6.5%», когда мы выдаем банкам рефинансирование под 6.5% годовых. Спрос на программу достаточно большой, а с нового года в ней могут участвовать банки с базовой лицензией, и это еще один механизм, с помощью которого можно поддерживать секьюритизацию.



**Райффайзен  
БАНК**

## Райффайзенбанк для инвестиционного бизнеса

Просто. Четко.  
Компетентно.

raiffeisen.ru

### **Мы представляем полный спектр финансовых решений в рамках сделок секьюритизации:**

- Структурирование сделок
- Биржевое размещение выпускаемых ценных бумаг
- Сопровождение в качестве банка счета, расчетного агента, спецдепозитария ипотечного покрытия
- Фондирование в форме бридж-кредита warehouse
- Другие услуги в рамках сделок

**+7 (495) 721 99 00**



**Владимир  
ДРАГУНОВ,**  
партнер,  
«Бейкер  
Макензи»



**Сергей  
САМОХВАЛОВ,**  
старший юрист,  
«Бейкер  
Макензи»



**Адил  
ГУСЕЙНОВ,**  
старший  
юрист,  
«Бейкер  
Макензи»

## Актуальный российский и мировой опыт сделок секьюритизации

**В** течение пяти лет со вступления в силу закона, позволяющего секьюритизировать широкий перечень денежных требований в рамках российского права, был реализован ряд важных сделок с разными активами, однако в целом активность originаторов и инвесторов оставалась невысокой. Данная тенденция во многом схожа с динамикой в ЕС, где объемы сделок секьюритизации не растут в связи с ситуацией на рынках и постоянно меняющимся регулированием. В 2019 году в России и ЕС завершается имплементация правил Базеля III, после которой инвесторы и originаторы смогут, на наш взгляд, в большей степени оценить преимущества секьюритизации.

### СДЕЛКИ В ЕВРОПЕ

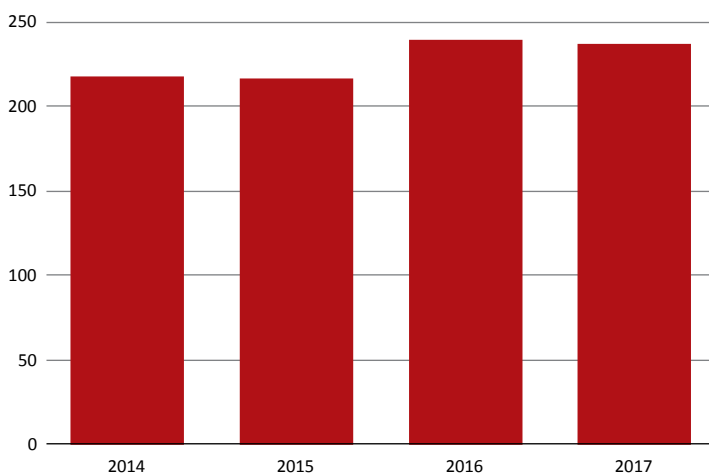
По итогам 2018 года объем выпущенных бумаг по сделкам секьюритизации останется примерно на том же уровне,

что и в 2017 году<sup>1</sup>. В 2017 году всего 5.2% кредитов, выданных банками ЕС, было секьюритизировано. В 2012–2016 годах этот показатель составлял в среднем 5.6%<sup>2</sup>. В течение последних нескольких лет в ЕС объемы сделок секьюритизации не показывают устойчивого роста. Основные причины стагнации, как единогласно отмечают практически все участники, — постоянно меняющееся регулирование. Начиная с

<sup>1</sup> По итогам трех кварталов 2018 года объем выпуска составил 180.1 млрд евро, что на 11% выше аналогичного показателя 2017 года (162.4 млрд евро). На практике наибольший объем выпуска приходится на четвертый квартал, в котором в 2018 году объем выпуска вряд ли сохранится на уровне 4-го квартала 2017 года.

<sup>2</sup> Capital Markets Union. Measuring progress and planning for success. September 2018, <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-cmu-kpi-report-4.pdf>.

Рисунок 1  
Объем выпуска новых  
сделок секьюритизации  
в ЕС, млрд евро  
Источник: AFME<sup>1</sup>



2010 года в законодательство ЕС последовательно вводились сначала принципы Базеля II, потом, начиная с 2014 года, Базель III. Ожидается, что в 2019 году в Европе вступит в силу регулирование Базеля III, включая правила для сделок простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации.

Небольшой рост в 2018 году показала секьюритизация просроченных кредитов (non-performing loans, NPL). Испания, Италия, Ирландия и Португалия были лидерами по объему таких сделок. В ЕС есть активный спрос на NPL со стороны инвестиционных фондов, хедж-фондов и других не являющихся кредитными организациями инвесторов, готовых принимать на себя высокие риски.

Важным преимуществом таких сделок является то, что при секьюритизации NPL риски уходят из банковской системы в нерегулируемый сектор частных инвесторов. В 2017 году на Испанию пришлось 45% от всех сделок с NPL в ЕС, в результате объем NPL в банковской системе Испании упал с 8.5% в августе 2017 года до 6.4% в июле 2018<sup>2</sup> года и продолжает снижаться.

<sup>1</sup> Securitisation data report Q3 2018, <https://www.afme.eu/en/reports/Statistics/securitisation-data-report-q3-2018>.

<sup>2</sup> Spain Non Performing Loans Ratio, CEIC <https://www.ceicdata.com/en/indicator/spain/non-performing-loans-ratio>.

## РОССИЯ

В России в 2018 году Банк России принял Положение от 4 июля 2018 года № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение», в котором утвердил новый порядок расчета кредитного риска по сделкам секьюритизации.

Положение Банка России широко обсуждалось рынком на стадии проекта и было введено в конце 2018 года. Важно отметить, что новое положение затрагивает интересы не только банков-оригинаторов, но и банков-инвесторов. В условиях текущего рынка, традиционно низкой ликвидности обеспеченных облигаций новое положение может стать импульсом для привлечения на рынок секьюритизации новых инвесторов из числа банков. Согласно новому положению, облигации старшего транша, выпущенные в рамках сделок секьюритизации, учитываются при расчете достаточности капитала банка — покупателя облигаций по сниженному коэффициенту, который при определенных условиях может достигать 15%, приводя к существенному снижению давления на капитал банка-инвестора.

### РАБОТА НАД ОШИБКАМИ — КРЕДИТЫ МАЛОМУ И СРЕДНЕМУ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВУ

В то время как первая в России сделка секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу, реализованная в 2016 году, была досрочно погашена в середине прошлого года<sup>1</sup>, на рынке прошла подготовка сразу нескольких новых проектов секьюритизации кредитов МСП.

Несмотря на относительно короткий жизненный цикл первой сделки секьюритизации кредитов МСП, проект успел принести много пользы как для рынка секьюритизации в целом, так и для банка-оригинатора, а в самой сделке приняли участие несколько крупных институциональных инвесторов.

Опыт, полученный в рамках дебютного проекта, был учтен при реализации последующих проектов секьюритизации МСП, включая секьюритизацию МСП кредитов Транскапиталбанка<sup>2</sup>. Сделка стала дебютным проектом с данным активом для рейтингового агентства АКРА. По итогам согласования документации и анализа портфеля кредитов сделке был присвоен максимальный возможный рейтинг (AAA).

В отличие от ипотечных секьюритизаций, в сделках секьюритизации кредитов МСП гораздо больше «подводных камней», связанных с особенностями передачи обеспечения. При продаже закладных денежные требования по кредиту переходят к покупателю вместе с правами по ипотеке, и дополнительных действий со стороны продавца не требуется. В качестве обеспечения по кредитам МСП используется гораздо более разношерстный набор обеспечения начиная от традиционных видов (поручительство, залог недвижимости, акций / долей компаний-должников и пр.) и заканчивая гораздо более экзотическими (залог товаров в обороте, залог векселей, товарных знаков, гарантии и поручительства фондов развития и пр.). Этим объясняется более сложный процесс передачи прав по обеспечению в пользу СФО. Он может потребовать участия нотариуса

(как, например, при передаче прав залогодержателя в отношении долей компаний), а иногда и последующей перерегистрации прав на СФО в государственных реестрах (это справедливо для недвижимости, товарных знаков и пр.). С этим, как правило, связана более сложная и детальная проработка механизма передачи обеспечительных прав на СФО и согласование этого механизма в документации по сделке.

Другая любопытная особенность секьюритизации кредитов МСП — наличие в портфеле кредитов возобновляемых кредитных линий. На практике многим субъектам МСП удобнее иметь открытую кредитную линию и в целях минимизации процентных расходов выбирать суммы в пределах лимита при возникновении необходимости. Особенно это справедливо для предпринимателей, занимающихся торговой деятельностью, бизнесом с ярко выраженной сезонностью и некоторыми иными видами деятельности. Сложности с передачей кредитных линий связаны с тем, что в сделке секьюритизации, как правило, необходимо продать все будущие требования по кредитной линии (в рамках лимита, не выбранного заемщиком на дату продажи требований). Таким образом, уступаются как возникшие требования по уже выданным траншам в рамках кредитной линии, так и те, которые возникнут в будущем. Уступка будущих требований происходит в момент их возникновения (в момент выборки очередного транша заемщиком), но договориться об условиях продажи таких требований целесообразно заранее, чтобы она происходила в автоматическом режиме. При этом необходимо решить вопрос с оплатой покупной цены за эти новые транши. Поскольку кредитная линия является возобновляемой, то объем задолженности по ней в течение жизни сделки может колебаться от нуля до лимита кредитной линии. Заемщик, например, может в одном месяце полностью погасить задолженность по возобновляемой кредитной линии, а в следующем заново полностью выбрать лимит. В этом случае уступка требований в размере новой выборки в пользу СФО произойдет автоматически и СФО должно будет уплатить покупную цену за приобретенные транши. Гипотетически возможен сценарий, когда СФО

<sup>1</sup> Облигации были выпущены СФО ПСБ МСБ 2015.

<sup>2</sup> Облигации были выпущены в 2018 году СФО ТКБ МСБ 1.



придется единовременно заплатить банку значительную сумму, равную лимитам всех возобновляемых кредитных линий в портфеле. Чтобы не допустить дефолта, необходимо тщательно проработать юридический механизм уступки и оплаты покупной цены за транши по возобновляемым кредитным линиям.

### **УСТОЙЧИВОСТЬ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В УСЛОВИЯХ РОССИЙСКОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ**

Традиционным преимуществом сделок секьюритизации является изолированность риска банкротства банка-оригинатора от рисков облигаций, выпущенных в результате секьюритизации. Это значит, что банкротство или финансовые трудности банка-оригинатора не приводят к негативным последствиям для держателей облигаций. В 2016–2018 годах у целого ряда банков возникали финансовые затруднения. В некоторых банках была введена временная администрация, в отношении других начата процедура санации. При этом сделки секьюритизации, по которым эти банки выступали в качестве оригинаторов и сервисных агентов, продолжали функционировать без видимых проблем. Инвесторы получали выплаты в срок и в размере, установленном в документации по сделке. В некоторых случаях (например, при банкротстве банка-оригинатора) была реализована передача функций сервисного агента резервному сервисному агенту, которая также никак не повлияла на выплаты инвесторам.

Таким образом, практический опыт еще раз подтвердил высокую устойчивость сделок секьюритизации к стрессовым ситуациям вокруг банка-оригинатора.

### **СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО ЛИЗИНГОВЫМ КОНТРАКТАМ КАК АЛЬТЕРНАТИВА ТРАДИЦИОННОМУ ФИНАНСИРОВАНИЮ**

Зачастую при росте лизинговых портфелей лизинговые компании сталкиваются с проблемой поиска новых источников финансирования. Это может быть связано с разными причинами: желанием диверсифицировать источники финансирования,

необходимостью ограничить риски лизинговой компании, связанные с дефолтами по лизинговому портфелю, или невозможностью продолжать фондироваться в банках-партнерах из-за достижения предельно допустимого показателя риска на одного заемщика или группу заемщиков (Н6).

Мы принимали участие во всех сделках лизинговых секьюритизаций, реализованных в России. В последнее время мы также отмечаем интерес со стороны банков и лизинговых компаний к альтернативным структурам фондирования под залог лизинговых портфелей.

При классической структуре секьюритизации лизинга предмет лизинга подлежит продаже на СФО. Процесс передачи предмета лизинга может вызывать операционные сложности у лизинговой компании и привести к дополнительным издержкам. В некоторых случаях требуется согласие лизингополучателя на передачу лизингового имущества, а также перерегистрация предмета лизинга в государственных реестрах. Поэтому в рамках альтернативных структур предусматриваются варианты без такой передачи: в первом сценарии СФО уступаются только лизинговые платежи (без передачи предмета лизинга), во втором сценарии банк предоставляет прямое финансирование лизинговой компании под залог лизингового портфеля.

В первом случае основная сложность связана с разделением получателя лизингового платежа (СФО) и собственника предмета лизинга (которым остается лизинговая компания). Это влечет ряд юридических и налоговых вопросов. В частности, поскольку лизинговый договор может быть прекращен досрочно, СФО фактически может остаться без требования к лизингополучателю и без предмета лизинга, который будет находиться в собственности лизинговой компании. В случае расторжения лизингового договора у СФО возникнет требование к лизинговой компании по возврату части покупной цены за приобретенные будущие денежные требования, которые не возникнут в связи с расторжением договора. Таким образом, риск по сделке оказывается связан с риском невозврата лизинговой компанией части покупной цены за проданные будущие требования, которые не возникли. При возникновении финансовых трудностей или

банкротства лизинговой компании такое требование СФО может остаться неудовлетворенным. Это может негативно толковаться рейтинговыми агентствами и инвесторами при анализе структуры сделки и повлиять на итоговый рейтинг и отношение инвесторов к сделке.

При предоставлении финансирования напрямую под залог лизингового портфеля невозможно полностью отвязаться от риска банкротства лизинговой компании, а значит, кредитный рейтинг такой сделки всегда будет привязан к рейтингу лизинговой компании. Кроме того, возникает целый ряд вопросов по изолированию денежных потоков по портфелю в пользу кредитора, предоставившего финансирование. Большую роль в этом процессе будет играть правильно выстроенное движение денежных потоков (лизинговых платежей), которые, как правило, направляются на залоговые счета, заложенные в пользу кредитора, и не могут быть использованы для удовлетворения требований иных кредиторов.

Из приведенного описания можно сделать вывод, что альтернативные структуры не имеют той же надежности и не приводят к полной «изолированности» актива, как в классической структуре лизинговой секьюритизации. Однако эти структуры могут служить хорошим промежуточным вариантом и первым шагом для лизинговых компаний на пути к реализации полноценной сделки лизинговой секьюритизации. В рамках таких структур лизинговая компания может отработать механизмы управления денежными потоками и обслуживания лизинговых платежей по портфелю, проданному СФО. Для кредиторов альтернативные структуры также дадут больше комфорта за счет залога лизингового портфеля и использования залоговых счетов.

## СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИНЫХ АКТИВОВ

Кроме кредитов МСП и лизинговых платежей в России было несколько интересных сделок секьюритизации автокредитов. Банкам-оригинаторам такие сделки могут быть интересны с точки зрения возможности разгрузки капитала и привлечения финансирования. Для инвесторов в облигации сделки с автокредитами могут быть интересны как высокими процентными ставками по портфелю, так и наличием относительно ликвидного обеспечения. Поэтому важно в документации по сделке предельно четко закрепить права инвесторов, предусмотрев механизмы их реализации. В некоторых текущих сделках в этой связи заметны определенные недостатки: в залог в пользу инвесторов передаются только те денежные требования, которые соответствуют критериям, определенным в документации. Привлеченный представитель владельцев облигаций или «агент по контролю» на практике не имеют независимого от оригинатора доступа к информации по сделке и не могут исполнять многие функции, возложенные на них эмиссионной документацией.

В связи с заметным ростом потребительского кредитования в 2018–2019 годах и повышением требований к капиталу по потребительским кредитам секьюритизация потребительских кредитов может стать для банков более актуальной. В 2004–2007 годах было реализовано множество сделок секьюритизации, в том числе с потребительскими кредитами, задолженностью по кредитным картам и межбанковскими платежами. Есть основания полагать, что в ближайшее время новое регулирование придаст импульс для реализации сделок с такими активами уже в рамках российского права.



Станислав НАСТАСЬИН,  
вице-президент,  
старший аналитик, Moody's

## «Зеленые» финансы становятся частью структурированного финансирования

**П**олучившее распространение на рынках капитала в последние годы «зеленое» финансирование затронуло также и рынок структурированного финансирования: для фондирования проектов, целью которых является развитие «зеленой» экономики, стали использовать инструменты секьюритизации. Хотя экологические показатели финансовых активов, как правило, не влияют на кредитное качество выпущенных ценных бумаг (ABS и MBS), обеспеченных этими активами, «зеленые» аспекты финансовых активов могут оказать положительный или отрицательный эффект на кредитное качество сделки секьюритизации. В настоящей статье представлен краткий обзор основных классов финансовых активов, в которых «зеленое» финансирование играет заметную роль.

### «ЗЕЛЕНАЯ» СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ЯВЛЯЕТСЯ ВАЖНОЙ ЧАСТЬЮ РЫНКА «ЗЕЛЕНОГО» ФИНАНСИРОВАНИЯ

«Зеленое» финансирование в широком смысле — это финансирование проектов, целью которых является существенное снижение рисков для окружающей среды. Секьюритизация наравне с другими финансовыми инструментами может быть использована для достижения «зеленых» целей. «Зеленая» секьюритизация, например, может являться источником финансирования экологических проектов в области развития технологий энерго- и ресурсосбережения и возобновляемой энергетики, а также в области утилизации отходов и землепользования.

Облигации, выпущенные в рамках сделки секьюритизации, могут считаться «зелеными», когда они финансируют экологические инициативы, даже если

эти облигации не носят официальный титул «зеленых» облигаций (англ. green bonds). По определению, «зеленые» облигации — это любые долговые инструменты, поступления от размещения которых направляются исключительно на финансирование или рефинансирование новых или существующих «зеленых» проектов, направленных на обеспечение сохранности окружающей среды, создание инфраструктуры, снижающей негативное воздействие изменения климата, и тому подобное. Как правило, такие облигации соответствуют добровольным международным стандартам, известным как Принципы «зеленых» облигаций<sup>1</sup>, но долговые инструменты могут иметь «зеленое» назначение, даже если им не присвоен официальный статус «зеленых» облигаций. Для подтверждения соответствия выпущенных «зеленых» облигаций ключевым элементам Принципов «зеленых» облигаций эмитенты зача-

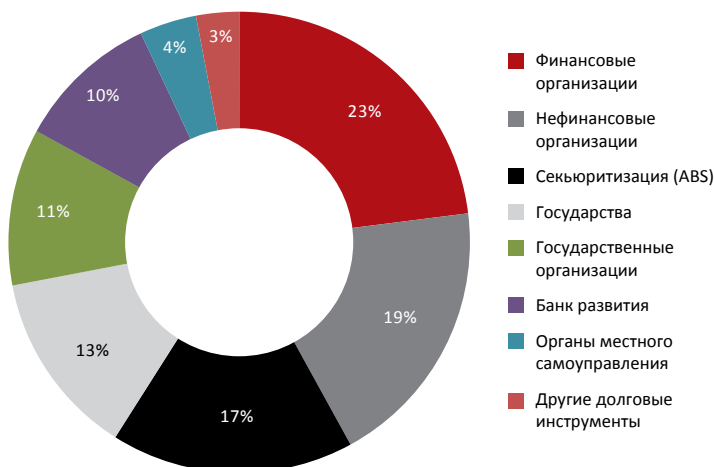
стую используют независимую оценку. Примером такого независимого анализа является Оценка «зеленых» облигаций, присваиваемая рейтинговым агентством Moody's (Moody's Green Bond Assessment, GBA)<sup>2</sup>.

Эмитентами «зеленых» облигаций выступают органы местного самоуправления, государства, а также финансовые и нефинансовые организации. На Рисунке 1 представлены доли объемов эмиссий «зеленых» облигаций в мире по типу эмитентов за первые три квартала 2018 года. Всего за этот период было выпущено «зеленых» облигаций объемом \$110 млрд. На долю сделок секьюритизации пришлось 17% от всего выпущенного объема.

В Таблице 1 представлены 12 сделок секьюритизации, получивших Оценка «зеленых» облигаций (GBA) рейтингового агентства Moody's. На 30 сентября 2018 года объем эмиссии этих облигаций составлял \$4.2 млрд.

<sup>1</sup> Принципы «зеленых» облигаций (англ. Green Bond Principles, GBP) содержат критерии по направлению использования поступлений от размещения «зеленых» облигаций, процессу оценки и выбора проекта, управлению средствами эмиссии и периодической отчетности. При этом существуют различные варианты толкования и применения Принципов «зеленых» облигаций. Подробнее см. The Green Bond Principles (GBP) 2018, International Capital Market Association.

<sup>2</sup> Оценка «зеленых» облигаций, GBA, не является кредитным рейтингом. Эта оценка является выражением мнения рейтингового агентства об эффективности процессов эмитента по оценке и выбору «зеленых» проектов, управлению средствами эмиссии и периодической отчетности. Оценки GBA даются на основе скоринговой карты и ранжируются от GB1 («отлично») до GB5 («неудовлетворительно»). Более подробная информация о методике GBA содержится в отчете Moody's Green Bond Assessment.



**Рисунок 1**  
Разбивка объемов эмиссий «зеленых» облигаций в мире по типу эмитентов за первые три квартала 2018 года

Источник:  
Climate Bonds Initiative

Таблица 1. Сделки секьюритизации, получившие Оценку GBA рейтингового агентства Moody's

Транзакция	Сектор	Страна	Объем выпуска (USD, млн)	Дата присвоения GBA	Итоговая оценка GBA
GoodGreen 2016-1 (Ygrene Energy Fund)	PACE <sup>1</sup>	США	185	26.10.2016	GB1
GoodGreen 2017-1 (Ygrene Energy Fund)	PACE	США	176	19.04.2017	GB1
GoodGreen 2017-2 (Ygrene Energy Fund)	PACE	США	283	06.11.2017	GB1
Green STORM 2016 B.V. (Obvion/Rabobank)	ИЦБ	Голландия	598	25.05.2016	GB1
Green STORM 2017 B.V. (Obvion/Rabobank)	ИЦБ	Голландия	662	15.05.2017	GB1
Hannon Armstrong (2016-2 Pass-Through Notes)	Солнечная и ветроэнергетика для нужд коммунальных хозяйств	США	84	22.03.2017	GB1
Hannon Armstrong (2017-1 Sustainable Yield Bonds)	Солнечная и ветроэнергетика для нужд коммунальных хозяйств	США	164	26.10.2017	GB1
HERO Funding 2016-3 A1 and A2 Notes (Renovate America)	PACE	США	320	09.09.2016	GB1
Renew 2017-1 (Renew Financial)	PACE	США	223	19.04.2017	GB1
Renew 2017-2 (Renew Financial)	PACE	США	207	16.10.2017	GB1
Renew 2018-1 (Renew Financial)	PACE	США	152	11.06.2018	GB1
SpareBank 1 Boligkreditt AS — Mortgage Covered Bonds	ОП <sup>2</sup>	Норвегия	1243	20.09.2018	GB1

Источник: Moody's Investors Service

### ХАРАКТЕРИСТИКИ СДЕЛОК «ЗЕЛеной» СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЗАВИСЯТ ОТ КЛАССА СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫХ АКТИВОВ

Различные аспекты сделок «зеленой» секьюритизации зависят от характеристик финансовых активов, служащих обеспечением для выпущенных облигаций. Некоторые транзакции, такие как, например, сделки финансирования проектов в области солнечной и ветроэнергетики, являются «зелеными» по определению, в то время как транзакции секьюритизации других классов активов (например, сделки с ИЦБ, ОП или секьюритизация автокредитов) могут считаться «зелеными», только если характеристики секьюритизируемых активов соответствуют «зеленому» критериям.

### СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АВТОКРЕДИТОВ И ДОГОВОРОВ АВТОЛИЗИНГА (AUTO ABS)

Сделки секьюритизации автокредитов и договоров автолизинга могут способствовать продвижению ресурсосберегающих инициатив путем включения в секьюритизируемый портфель контрактов на приобретение или лизинг автомобилей, использующих альтернативные источники энергии (англ. alternative fuel vehicles, AFV), например автомобилей с гибридным или электрическим приводом. При этом большинство известных спонсоров сделок

автосекьюритизации пока не планируют секьюритизировать «зеленые» портфели, потому что на рынке пока еще недостаточно автомобилей, использующих альтернативные источники энергии.

На сегодняшний день доля таких автомобилей в мире составляет всего около 5%. В США и ЕС эта доля равна 3.3% и 2.9% соответственно<sup>3</sup>. Но в некоторых странах, таких как Норвегия, доля «зеленых» автомобилей в общем числе регистрации новых машин составляет свыше десяти процентов. С ростом доли автомобилей AFV на рынке их доля в секьюритизируемых портфелях, вероятно, будет расти.

Но все же, несмотря на недостаток «зеленых» автомобилей на рынке, спонсоры сделок секьюритизации уже могут выпускать транзакции с «зелеными» атрибутами. Так, например, Toyota Motor Credit Corporation начиная с 2014 года успешно закрывала несколько сделок

<sup>1</sup> PACE (англ. Property Assessed Clean Energy) — программы в США, спонсируемые отдельными штатами, имеющие целью финансирование проектов по повышению энергоэффективности объектов недвижимости.

<sup>2</sup> ОП — облигации с покрытием (англ. covered bonds), эмитентом которых является кредитная организация, на чьем балансе находятся кредиты, служащие покрытием для этих ценных бумаг. В массу покрытия чаще всего включаются ипотечные кредиты, но возможно включение и других финансовых активов.

<sup>3</sup> Источник: оценка агентства Moody's.

**Таблица 2**  
**Транзакции «зеленой»**  
**секьюритизации Auto ABS**  
**на 30.09.2018**

Источник:  
Moody's Investors Service

Дата закрытия	Транзакция	Объем выпуска (USD, млн)	Страна
19.03.14	Toyota Auto Receivables 2014-A Owner Trust	1750	США
17.06.15	Toyota Auto Receivables 2015-B Owner Trust	1250	США
11.05.16	Toyota Auto Receivables 2016-B Owner Trust	1600	США
06.02.18	Tesla Auto Lease Trust 2018-A	546	США

«зеленой» секьюритизации, обеспеченных кредитами на приобретение не «зеленых», а обычных автомобилей. Выпущенные в рамках этих сделок облигации получили «зеленый» статус на основании того, что поступления от их размещения были направлены на финансирование кредитов для приобретения и договоров лизинга автомобилей, использующих альтернативные источники энергии.

Компания Tesla, Inc., чей модельный ряд состоит исключительно из электромобилей, на данный момент является единственным спонсором сделки секьюритизации, закрытой в 2018 году, в которой обеспечением выступает портфель, полностью состоящий из договоров лизинга электромобилей.

Хотя вероятность дефолта автокредитов, по мнению агентства Moody's, в первую очередь зависит от платежеспособности заемщиков, некоторые характеристики «зеленых» активов могут повлиять на кредитное качество сделок секьюритизации. Так, например, в случае с кредитами с остаточным платежом электромобили подвержены более высокому риску, связанному с неопределенностью остаточной стоимости подержанного электромобиля. Это объясняется ограниченной статистикой продаж подержанных электромобилей на вторичном рынке.

### **ЖИЛИЩНЫЕ ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ (RMBS)**

«Зеленые» сделки с ИЦБ включают в себя транзакции, обеспеченные кредитами на покупку жилой недвижимости с энергоэффективными характеристиками. При этом определение того, что является «зеленым» ипотечным кредитом, может не совпадать

в различных юрисдикциях. Так, например, в США выпуск «зеленых» ИЦБ был бы затруднителен ввиду отсутствия стандартов, определяющих, какие объекты недвижимости можно считать энергосберегающими.

В Европейском Союзе, напротив, уже существуют четкие критерии для оценки энергоэффективности объектов недвижимости. Унифицированные сертификаты энергоэффективности зданий (англ. energy performance certificates, EPC) с маркировкой от A (высшая оценка) до G (для зданий с наихудшей энергоэффективностью) обязательны абсолютно для всех объектов жилой и коммерческой недвижимости в ЕС. Наличие таких сертификатов позволяет регуляторам стимулировать инвестиции, направленные на повышение энергоэффективности всего фонда зданий в ЕС.

Голландский оригинатор ипотечных кредитов Obvion N.V. выпустил серию «зеленых» ИЦБ под маркой Green STORM. Портфели ипотечных кредитов в этих сделках обеспечены жилыми зданиями, которые соответствуют как ключевым элементам Принципов «зеленых» облигаций, так и более строгим Стандартам низкоуглеродных зданий (англ. Low Carbon Buildings Criteria) организации Climate Bond Initiative.

Другим примером «зеленых» ИЦБ является первая в Австралии транзакция банка National Australia Bank Limited, закрытая в 2018 году. Особенность этой сделки в том, что только один транш выпуска является «зеленой» облигацией. Портфель кредитов в этой транзакции включает в себя как ипотечные кредиты, обеспеченные объектами жилой недвижимости, соответствующими

Дата закрытия	Транзакция	Объем выпуска (млн)	Страна
30.06.16	Green STORM 2016 B.V.	EUR 521	Нидерланды
31.05.17	Green STORM 2017 B.V.	EUR 588	Нидерланды
08.02.18	National RMBS Trust 2018-1 Class A1-G	AUD 300	Австралия
30.05.18	Green STORM 2018 B.V.	EUR 582	Нидерланды

**Таблица 3**  
**Транзакции**  
**с «зелеными» ИЦБ**  
**(RMBS) на 30.09.2018**

Источник:  
Moody's Investors Service

стандартам низкоуглеродных зданий, так и кредиты, обеспеченные «не-зелеными» объектами.

В «зеленых» транзакциях с жилищными ИЦБ, которым был присвоен рейтинг Moody's, «зеленые» элементы сделок являются, по мнению агентства Moody's, нейтральными по отношению к кредитному качеству сделок. Таким образом, показатели кредитного качества ипотечных кредитов напрямую зависят от кредитоспособности заемщиков и условий кредитных договоров.

### КОММЕРЧЕСКИЕ ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ (CMBS)

Как и в случае с RMBS, сделки CMBS могут быть «зелеными» в случае секьюритизации ипотечных кредитов, обеспеченных энергоэффективной коммерческой недвижимостью.

«Зеленые» сделки CMBS были эмитированы пока только в США, где спонсором большинства сделок выступило крупнейшее в США ипотечное агентство Fannie Mae (Federal National Mortgage Association, FNMA). Облигации были выпущены в рамках программы агентства «Зеленые ИЦБ» (англ. Green MBS Program). Критерии приемлемости программы, применяемые к объектам недвижимости, включают требование о наличии национального сертификата, подтверждающего энергоэффективность, либо подтверждение того, что здания прошли процедуры повышения энергоэффективности и/или снижения потребления воды.

Другим примером «зеленых» облигаций CMBS является один транш, выпущенный в рамках сделки CSAIL 2017-C8 Commercial Mortgage Trust, обеспеченный кредитом на здание 85 Broad Street в Нью-Йорке. Особенностью этой сделки является то, что только

один транш сделки получил «зеленый» статус.

По мнению агентства Moody's, «зеленые» характеристики зданий в целом оказывают положительное влияние на кредитное качество сделок CMBS. Это объясняется тем, что чем выше энергоэффективность здания, тем выше его стоимость и ниже вероятность простоя площадей, что снижает вероятность дефолта в течение жизни сделки, а также на дату погашения выпущенных облигаций.

### ОБЛИГАЦИИ С ПОКРЫТИЕМ (ОП, COVERED BONDS)

«Зеленые» ОП обычно эмитируются в рамках стандартных ОП-программ, где в общей массе покрытия выделяются подпулы «зеленых» финансовых активов, а поступления от размещения «зеленых» облигаций направляются на финансирование активов, отвечающих критериям приемлемости программы. Поскольку выпущенные таким образом «зеленые» облигации обеспечены как «зелеными», так и обычными активами, находящимися в массе покрытия, они имеют такое же кредитное качество, как и обычные облигации, выпущенные в рамках стандартных ОП-программ.

Большая часть «зеленых» ОП была выпущена в ЕС. В массу покрытия этих облигаций обычно включается как жилая, так и коммерческая недвижимость, но в некоторых сделках масса покрытия помимо недвижимости включает в себя и другие финансовые активы. Так, например, Landshypotek Bank AB (Швеция) выпустил «зеленые» ОП, обеспеченные портфелем финансирования земельных участков для аграрного и лесопромышленного комплекса. Bank of China Limited (Китай) выпустил «зеленые» облигации с «двойным регрессом» против кредит-

Таблица 4  
Транзакции  
с «зелеными» ИЦБ  
(CMBS) 30.09.2018

Источники:  
Moody's Investors Service,  
Fannie Mae

Дата закрытия	Транзакция	Объем выпуска (USD, млн)	Страна
28.02.17	FNA 2017-M2	611.7	США
29.06.17	CSAIL 2017-C8 Commercial Mortgage Trust 85 Broad Street Loan-Specific Certificates	72.0	США
30.08.17	FNA 2017-M10	873.0	США
29.11.17	FNA 2017-M13	764.1	США
29.12.17	FNA 2017-M15	1146.8	США
27.02.18	FNA 2018-M2	904.5	США
27.04.18	FNA 2018-M4	705.9	США
28.06.18	FNA 2018-M8	535.2	США

Период закрытия	Эмитент	Объем выпуска (млн)	Страна	Масса покрытия
Апрель 2015	Berlin Hyp	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость
Ноябрь 2016	Bank of China	USD 500	Китай	Климатические облигации
Ноябрь 2016	Caja Rural de Navarra	EUR 500	Испания	Жилая и коммерческая недвижимость
Июнь 2017	Berlin Hyp	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость
Ноябрь 2017	Deutsche Hypothekenbank	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость
Январь 2018	SpareBank 1 Boligkreditt	EUR 1000	Норвегия	Жилая недвижимость
Май 2018	Landshypotek Bank	SEK 5250	Швеция	Сельское и лесное хозяйство
Июнь 2018	DNB Boligkreditt AS	EUR 1500	Норвегия	Жилая недвижимость
Июнь 2018	Landesbank Baden-Württemberg	EUR 500	Германия	Жилая и коммерческая недвижимость
Сентябрь 2018	Deutsche Hypothekenbank	EUR 500	Германия	Коммерческая недвижимость

Таблица 5  
Транзакции с «зелеными» ОП (Covered Bonds) на 30.09.2018

Источники:  
Moody's Investors Service, Sustainabonds, Landshypotek Bank, Caja Rural de Navarra

ной организации и первоочередным правом на удовлетворение требований из массы покрытия, состоящей из китайских климатоориентированных облигаций. Хотя в Китае пока не существует специального закона, который служил бы юридической основой для выпуска облигаций с покрытием, эмитент позиционирует эти облигации как ОП.

В сентябре 2018 года агентство Moody's впервые присвоило Оценку «зеленых» облигаций GBA (GB1) ипотечным облигациям с покрытием, выпущенным норвежским банком SpareBank 1 Boligkreditt AS. Поступления от размещения были полностью направлены на финансирование ипотеки для 15% самых энергоэффективных зданий в Норвегии в соответствии с Принципами «зеленых» облигаций и со Стандартами организации Climate Bond Initiative.

### ДРУГИЕ СЕКТОРЫ

Помимо вышеперечисленных классов активов на рынке существуют «зеленые» сделки секьюритизации, обеспеченные другими финансовыми активами. Например, в США и в Австралии были проведены транзакции секьюритизации договоров лизинга солнечных батарей (англ. Distributed solar ABS), а также транзакции, обеспеченные договорами финансирования проектов по повышению энергоэффективности объектов недвижимости (англ. Property

Assessed Clean Energy) и проектов финансирования солнечной и ветроэнергетики для нужд коммунальных хозяйств (англ. utility-scale solar and wind power project ABS). В Китае была закрыта сделка секьюритизации кредитов, направленных на снижение техногенных выбросов, повышение энергоэффективности и рационального использования природных ресурсов.

Таким образом, секьюритизация представляет собой удобный инструмент для выпуска «зеленых» облигаций, которым рынок уже активно пользуется. Но поскольку «зеленая» секьюритизация является относительно новым сегментом рынка, прогнозы роста объемов эмиссии различаются в зависимости от класса активов. Так, например, объемы выпуска «зеленых» облигаций, обеспеченных автокредитами, ограничены пока еще недостаточным количеством кредитов, выдаваемых на приобретение «зеленых» автомобилей. На рынке ипотечных ценных бумаг сдерживающим фактором в некоторых юрисдикциях является отсутствие единых стандартов определения того, что является «зеленым» финансовым активом. Рост объемов «зеленых» финансовых активов, доступных для секьюритизации, а также стандартизация требований к «зеленым» активам наверняка будут способствовать дальнейшему росту рынка «зеленой» секьюритизации.





**Евгений НАУМОВ,**  
СФА, директор,  
АО «НФК-Сбережения»

## Закладные на движимое имущество и права как инструмент развития рынка облигаций с обеспечением

**Р**оссийский рынок имеет богатую историю сделок секьюритизации ипотечных активов, но по ряду обстоятельств облигации, обеспеченные иными активами, так и не получили широкого распространения. Причина может крыться и в слабой адаптированности налоговой системы для некоторых типов сделок, например связанных с секьюритизацией лизинговых активов, и в недостаточной проработанности стандартов эмиссии. Возможно, главное препятствие на пути развития этого рынка — отсутствие механизма закладных для облигаций, обеспеченных неипотечными активами.

Сделки по секьюритизации неипотечных активов в России начали проводиться более 15 лет назад. Одними из первых проектов в этой сфере стали секьюритизация

портфеля потребительских кредитов банка «Русский Стандарт» посредством выпуска так называемых нот участия в кредите (Loan Participation Note — LPN) в 2003 году, а также выпуск «Газпромом» в 2004 году облигаций, обеспеченных будущими поступлениями по экспортным контрактам<sup>1</sup>. В обоих продуктах использовались зарубежные SPV, и поэтому сделки в строгом смысле слова не могли считаться секьюритизацией, проведенной на территории России.

Полноценная реализация базовых правовых механизмов, позволяющих проводить сделки по секьюритизации на основе исключительно российского права,

<sup>1</sup> Отделение финансовых зерен, <https://www.kommersant.ru/doc/862095>.

появилась лишь к 2014 году, когда в закон «О рынке ценных бумаг» было введено понятие облигаций с обеспечением в форме денежных требований, в том числе по обязательствам, которые могут возникнуть в будущем. В том же году появились нормы, регулирующие деятельность специализированных обществ. Последние были призваны служить универсальным инструментом для секьюритизации широкого круга активов: от требований по кредитам и займам до прав на лизинговые и арендные платежи.

Вместе с тем даже спустя 5 лет после появления соответствующей законодательной базы на российском рынке секьюритизация по-прежнему ассоциируется в основном с ипотечными облигациями, а большинство проектов, связанных с секьюритизацией портфелей иных видов обязательств, как правило, реализуются в форме покупки единого пула прав требований, принадлежащих одному оригинатору (первому кредитору). В некотором смысле большинство проектов по секьюритизации — это создание SPV, не просто аккумулирующего активы всего одного оригинатора, но и, как правило, фактически полностью от него зависящего. При этом общий дух законодательства о специализированных обществах предполагает независимость специализированного общества и принимаемых им решений от оригинатора с целью недопущения конфликта интересов.

Сегодня на рынке почти отсутствуют специализированные общества, которые занимаются систематической деятельностью по приобретению и аккумулированию портфелей денежных требований одновременно от нескольких оригинаторов. Одна из немногих так называемых мультиоригинаторных сделок прошла в конце 2018 года<sup>1</sup>: в рамках обеспечения внутри одного выпуска облигаций были объединены требования по кредитам, выданным несколькими независимыми банками субъектам малого и среднего предпринимательства.

К сожалению, практического распространения не получили и сделки по секью-

ритизации лизинговых активов, несмотря на то что общий объем портфеля российских лизинговых компаний по состоянию на начало 2019 года составил 4.3 трлн рублей<sup>2</sup>. Эта величина вполне сопоставима с общим объемом рынка ипотечного жилищного кредитования, который на ту же дату составил около 6.4 трлн рублей<sup>3</sup>. Гигантский пласт лизинговых активов — далеко не единственный сегмент финансового рынка, который в настоящий момент практически не пользуется возможностями секьюритизации. Например, ничего не слышно о проектах секьюритизации в сфере краткосрочного корпоративного финансирования, в частности факторинга, овердрафтов и других необеспеченных кредитов. Низкое распространение секьюритизации во многих секторах финансового рынка на фоне достаточно успешного на протяжении последних лет процесса выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами, выглядит странным, особенно с учетом того, что, на первый взгляд, современное российское законодательство содержит все необходимые нормы для развития этого направления финансовой деятельности.

Вероятно, одной из главных причин, сдерживающих развитие рынка облигаций, обеспеченных неипотечными активами, является отсутствие удобного механизма управления обеспечением. Например, до недавнего времени сложности возникали с выпусками, предполагающими возможность предоставления обеспечения уже после регистрации и начала размещения ценных бумаг, так как для внесения изменений в эмиссионные документы требовалось проведение собрания владельцев облигаций. Это делало сложным, а во многих случаях и практически неосуществимым выпуск облигаций с обеспечением, предполагающим его внесение (довнесение) уже в процессе обращения ценных бумаг. С принятием в конце 2018 года поправок в законодательство о ценных бумагах эта

<sup>1</sup> МСП Банк представил пилотную сделку секьюритизации кредитов на Московской бирже, <https://www.moex.com/n22358/?nt=106>.

<sup>2</sup> «Эксперт РА»: рынок лизинга за 2018 год достиг 1.3 трлн руб., <https://raexpert.ru/releases/2019/feb07e/>.

<sup>3</sup> Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования, <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=ipoteka>.

проблема была устранена: п. 6 ст. 27.2 ФЗ «О рынке ценных бумаг», введенный Федеральным законом № 514-ФЗ от 27.12.2018, позволяет предоставлять обеспечение без согласия владельцев облигаций.

Однако, возможно, самое главное препятствие на пути массового использования секьюритизации за пределами ипотечного рынка заключается в отсутствии механизма трансформации первичных обязательств в ценные бумаги. Если для секьюритизации ипотечных активов используется закладная, которая представляет собой универсальный инструмент для конструирования различных пулов обеспечения и передачи прав по ним, то для облигаций, обеспеченных другими активами, такого инструмента в российском законодательстве просто не существует.

Как правило, для создания первоначального пула обеспечения используется громоздкая схема. Во-первых, происходит уступка прав требования по первичным обязательствам оригинатором специализированному обществу, при этом в каждом случае необходимо учитывать специфику исходных договоров, лежащих в основе возникновения прав требования. Такая передача, естественно, сопровождается уведомлением всех конечных дебиторов. Во-вторых, всегда возникает необходимость отдельно урегулировать вопросы взаимодействия с сервисным агентом (обычно оригинатором долга), который будет в дальнейшем исполнять обязанности по получению и переводу в адрес эмитента средств, поступивших от должников. Задача может усложниться, если потребуется назначить резервного сервисного агента на случай, если оригинатор долга по каким-то причинам окажется не в состоянии осуществлять эту деятельность после уступки долга.

Задача по трансформации разрозненных прав требования в общий портфель оказалась бы намного проще, если бы в распоряжении участников рынка был финансовый инструмент, аналогичный закладной, но способный удостоверить права требования по широкому кругу обязательств, например по лизингу или любым видам кредитов и займов (как обеспеченных, так и необеспеченных).

В России термин «закладная» не только в правовом, но и в экономическом смысле

ассоциируется исключительно с залогом недвижимого имущества. Вместе с тем во многих правовых системах, особенно базирующихся на англо-саксонском праве, закладные применяются для удостоверения намного более разнообразного спектра прав требования и залога (англ. Chattel Mortgages). Например, ст. 9 Единого торгового кодекса США (англ. The Uniform Commercial Code) дает определение так называемым закладным на движимое имущество (англ. Chattel Paper)<sup>1</sup>. Наиболее часто подобные инструменты используются при работе с кредитами, обеспеченными автотранспортом, судами, авиационной техникой, товарами в обороте. Причем этой ценной бумагой могут удостоверяться не только права требования, связанные с кредитами и займами, но и требования по лизинговым договорам.

Появление промежуточного инструмента для секьюритизации позволяет оптимизировать процесс формирования пулов различных требований. Например, в настоящее время каждая сделка по секьюритизации скрупулезно структурируется совместно оригинатором и управляющей компанией специализированного общества, однако при этом далеко не всегда достигается диверсификация активов, ведь, как правило, все активы приходят от единственного оригинатора, имеющего свой индивидуальный риск-профиль конечных прав требования. Если же каждое конечное обязательство будет секьюритизировано отдельной ценной бумагой, то это позволит создать широкий вторичный рынок, на котором различные типы агентов (дилеры и ЗПИФы) получат возможность торговать обязательствами большого круга оригинаторов, формировать на их основе диверсифицированные мультиоригинаторные портфели с заданными целевыми характеристиками показателей риска и доходности и только после такого переформатирования продавать их специализированным обществам.

Подобная ценная бумага, назовем ее условно «универсальной закладной», могла

<sup>1</sup> The Uniform Commercial Code дает определение так называемым закладным на движимое имущество (англ. Chattel Paper) .

бы оформляться сразу же на этапе заключения первичного договора между оригинатором и должником еще до уступки прав требования и удостоверить как право на получение денежного требования, так и при необходимости право залога или (в случае с лизинговыми договорами) право собственности на предмет лизинга до момента его выкупа лизингополучателем. В последнем случае универсальная закладная несла бы в себе элементы складского свидетельства, удостоверяющего право собственности на движимое имущество, а также позволяла бы ее держателю ставить на учет и / или регистрировать транспортные средства, спецтехнику, морские и воздушные суда в соответствующих органах в процессе замены лизингодателя. В целях формирования пула обеспечения передача прав требования специализированному обществу — эмитенту облигаций могла бы осуществляться путем простой сделки купли-продажи универсальной закладной. Удобный механизм передачи прав требований по различным обязательствам существенно упростит и удешевит процедуру выпуска облигаций, обеспеченных активами.

Отдельно стоит обратить внимание на практические аспекты выпуска и обращения универсальных закладных. Очевидно, для их внедрения в практику российского финансового рынка потребуется дать их определение в Гражданском кодексе и ФЗ «О рынке ценных бумаг» либо принять отдельный ФЗ о залоговых ценных бумагах. Представляется, что деятельность, связанная с функциями оформления и выдачи универсальных закладных, наиболее близка к деятельности по фиксации возникновения права залога на движимое имущество в едином реестре уведомлений. В настоящий момент эту деятельность осуществляют нотариусы, поэтому наиболее логичным

решением было бы нотариальное оформление сертификата таких ценных бумаг. Впоследствии, как и обычная закладная, универсальная закладная могла бы учитываться в любом депозитарии, таким образом издержки, связанные с последующим обращением этих ценных бумаг, будут минимизироваться. Очевидно, необходимо предусмотреть и электронную форму выпуска такой ценной бумаги по аналогии с электронными закладными, введенными в законодательство в конце 2017 года.

Появление нового вида ценных бумаг для проведения первичной секьюритизации обязательств способно создать принципиально новые схемы финансирования на рынке, когда специализированное общество создается не под конкретный пул активов, связанных с одним или от силы несколькими оригинаторами, а становится подлинно независимым оператором на общем рынке первичных обязательств, аккумулируя их за счет приобретения у большого количества первичных кредиторов и конкурируя с другими специализированными обществами в процессе приобретения таких активов. Секьюритизация первичных обязательств также существенно облегчит работу закрытых ПИФов, инвестиционные декларации которых предусматривают приобретение прав требований по денежным обязательствам.

Придание первичным обязательствам формы ценных бумаг в конечном итоге будет стимулировать банки и лизинговые компании к более активному использованию механизмов секьюритизации, позволит повысить ликвидность рынка облигаций, обеспеченных активами, добиться общего снижения издержек и, безусловно, привлечет на рынок новых инвесторов как со стороны населения, так и из числа финансовых институтов.



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2019

Правовые и налоговые  
вопросы в сделках  
секьюритизации



**Иван МАХАЛИН,**  
начальник отдела  
регулирующего финансовых  
инструментов, департамент  
стратегического  
развития финансового  
рынка, Банк России



**Анна МАЗАЕВА,**  
ведущий эксперт,  
департамент  
стратегического  
развития финансового  
рынка, Банк России

## «Секьюритизация в законе»: что изменилось в 2018 году? Куда двигаться дальше?

**П**рошедший 2018 год<sup>1</sup> ознаменовался принятием значимых законов, вносящих изменения в законодательство о рынке ценных бумаг, а именно Закона о структурных облигациях<sup>2</sup>, Закона об упрощении эмиссии<sup>3</sup>, Закона о синдици-

рованном кредите<sup>4</sup>. Толчком к этим изменениям отчасти послужили экономические санкции<sup>5</sup> и необходимость «импортозамещения» структурных финансовых инструментов и механизмов проектного финансирования для реализации долгосрочных проектов в реальном секторе экономики<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Написанный авторами текст не является и не может считаться выражением официальной точки зрения Банка России и (или) иных лиц, с которыми авторов связывали или связывают трудовые отношения, и представляет собой точку зрения авторов.

<sup>2</sup> Федеральный закон от 18.04.2018 № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” в части регулирования структурных облигаций».

<sup>3</sup> Федеральный закон от 27.12.2018 № 514-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг».

<sup>4</sup> Федеральный закон от 31.12.2017 № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» в части программ облигаций специализированных обществ проектного финансирования.

<sup>5</sup> Пояснительная записка к проекту Закона о структурных облигациях.

<sup>6</sup> Пояснительные записки к проекту Закона об упрощении эмиссии, проекту Федерального закона «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (подписан 31.12.2017 № 486-ФЗ, далее — Закон о синдицированном кредите).

В статье будут рассмотрены ключевые изменения законодательства, направленные на совершенствование механизмов секьюритизации: упрощение процедуры эмиссии облигаций, размещаемых в рамках секьюритизации, и применение структурных облигаций как инструмента синтетической секьюритизации. Дополнительно предлагается оценить возможные пути для дальнейшего совершенствования законодательства о секьюритизации и инфраструктурных облигациях.

## **I. ВЛИЯНИЕ ИЗМЕНЕНИЙ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В 2018 ГОДУ НА СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ**

### **1. Упрощение эмиссии**

*1.1. Отказ от консолидированной отчетности специализированных обществ и ипотечных агентов.*

В силу того что специализированные общества и ипотечные агенты не имеют подконтрольных организаций, являются организациями специального назначения и по общему правилу принимают активы в обеспечение выпуска посредством действительной продажи активов, к ним нецелесообразно применять требование о подготовке консолидированной отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). В настоящее время специализированные общества и ипотечные агенты вынуждены составлять отчетность по МСФО на индивидуальной основе. По замыслу разработчиков Закона об упрощении эмиссии, устранение обязанности составлять консолидированную отчетность будет способствовать сокращению затрат на подготовку проспекта ценных бумаг и раскрытие информации в ходе секьюритизации<sup>1</sup>.

*1.2. Отказ от необходимости фиксировать залоговый счет при регистрации решения о выпуске.*

Закон об упрощении эмиссии<sup>2</sup> предоставляет эмитенту право вносить в решение о выпуске реквизиты залогового счета после

регистрации решения о выпуске. Данное положение позволяет специализированному обществу проходить процедуру идентификации в банке и открывать залоговый счет в период регистрации выпуска облигаций, что на практике позволяет существенно сократить подготовку к размещению облигаций.

*1.3. Возможность расширения полномочий общего собрания владельцев облигаций (далее — ОСВО) в решении о выпуске облигаций.*

До принятия Закона об упрощении эмиссии компетенция ОСВО была закреплена в законе и не могла быть расширена. Между тем закон не предоставлял ОСВО полномочий, которые необходимы в сделках с залоговым обеспечением, в особенности в сделках проектного финансирования. В таких сделках часто целесообразно предоставить ОСВО право давать согласие на (а) распоряжение крупными суммами средств, находящихся на залоговом счете, (б) замену существенных активов, входящих в состав залогового обеспечения, (в) изменение условий исполнения требований, входящих в залоговое обеспечение, и так далее. Благодаря внесенным изменениям данные полномочия ОСВО могут быть указаны в решении о выпуске.

*1.4. Расширение функционала специальных обществ проектного финансирования (далее — СОПФ).*

По общему правилу, в рамках программы (то есть в рамках одного проспекта) могут осуществляться только выпуски необеспеченных облигаций. Однако Закон о синдицированном кредите делает первые шаги на пути к упрощению эмиссии залоговых облигаций, предоставляя право СОПФ размещать несколько выпусков облигаций с обеспечением в рамках одной программы. Наряду с правом осуществлять программные выпуски указанный Закон предоставляет право СОПФ выступать участником синдиката кредиторов, а также предоставлять займы (данное право предоставлено только для СОПФ, 100% капитала которых принадлежит России или ВЭБ). Эти изменения направлены на обеспечение участия СОПФ в проектом финансировании инвестиционных проектов, в частности в рамках Программы «Фабрика проектного финансирования»<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Пояснительная записка к проекту Закона об упрощении эмиссии.

<sup>2</sup> Пункт 10 статьи 27.3-1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», введенный Законом об упрощении эмиссии. Вступает в силу с 01.01.2020.

<sup>3</sup> Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 № 158 «О программе “Фабрика проектного финансирования”».

## 2. Структурные облигации как инструмент синтетической секьюритизации.

Законом о структурных облигациях на рынок внедряется гибридный финансовый инструмент — структурная облигация, объединяющая в себе признаки долгового инструмента с фиксированной доходностью и производного финансового инструмента. В отличие от классических облигаций, структурные предусматривают, что как размер, так и сам факт выплаты купона может зависеть от различных показателей (базисных активов).

В обычной, «несинтетической» секьюритизации банк — владелец определенных прав требования (оригинатор) «упаковывает» права на эти требования в облигации, выпускаемые с баланса данного банка или специально созданной компании (SPV). В синтетической секьюритизации оригинатор остается полноправным владельцем прав требования, однако делится риском, связанным с такими требованиями, с третьим лицом с помощью структурного инструмента.

Синтетическая секьюритизация может осуществляться с помощью фондрованных и нефондрованных структурных инструментов. К нефондрованным инструментам относится кредитный дефолтный своп. По кредитному дефолтному свопу одно лицо (покупатель кредитной защиты) платит другому лицу (продавцу кредитной защиты) премию. В случае если должники по правам требования, являющимся предметом свопа, перестают исполнять свои обязательства (дефолт), то продавец кредитной защиты компенсирует покупателю потери от дефолта.

Фондрованная синтетическая секьюритизация в зарубежной практике осуществляется главным образом путем выпуска кредитных нот. Оригинатор, выпустив такие ноты, привлекает денежные средства (фондирование). Он должен вернуть эти денежные средства с процентами, если только не наступит дефолт по правам требования, названным в условиях выпуска структурных облигаций. Таким образом, покупатели структурных облигаций принимают на себя риск дефолта и выступают фактически продавцами кредитной защиты. Подобная конструкция, с одной стороны, позволяет распределить кредитный риск между значительным числом владельцев облигаций,

с другой — предлагает конечным инвесторам новый инвестиционный продукт с повышенной доходностью. Таким образом, внедрение на российский рынок структурных облигаций теоретически дает возможность в рамках российской юрисдикции совершать сложные сделки синтетической секьюритизации.

Однако экономическая целесообразность синтетической секьюритизации объясняется главным образом возможностью «разгрузки» капитала банка за счет передачи кредитного риска приобретателям облигаций. Согласно правилам Базеля III, кредитная организация может использовать сделки синтетической секьюритизации для снижения требований к капиталу, однако для «разгрузки» капитала необходимо соблюдение ряда операционных требований<sup>1</sup>.

В то же время нормативные акты Банка России пока не позволяют использовать синтетическую секьюритизацию для снижения нагрузки на капитал.

## II. ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ДАЛЬНЕЙШЕМУ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

### 1. Дальнейшее расширение полномочий СОПФ.

*1.1. Право СОПФ быть участником проектного финансирования на правах частного партнера или концессионера.*

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» формально наделяет СОПФ правом совершать практически любые сделки, но только если они соответствуют его целям и предмету деятельности либо направлены на повышение или поддержание его кредитоспособности<sup>2</sup>. При этом закон крайне

<sup>1</sup> Art. 25 part 2, C Section I Basel III Document, Revisions to the securitisation framework, Amended to include the alternative capital treatment for «simple, transparent and comparable» securitisations, 11 December 2014 (rev. July 2016) <https://www.bis.org/bcbps/publ/d303.pdf>, par. 189 International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Basel Committee on Banking Supervision <https://www.bis.org/publ/bcbps107.pdf>.

<sup>2</sup> П. 4 ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».



узко определяет предмет и цели деятельности СОПФ. К ним относятся только приобретение и «переупаковка» денежных требований, возникающих в связи с реализацией проекта, в обеспеченные залогом облигации<sup>1</sup>.

Юридические риски в связи с определением цели и предмета деятельности могут возникать в случаях, если СОПФ выступает проектной компанией (SPV), непосредственно реализующей инфраструктурный или иной проект (например, выступает заказчиком строительства завода).

Возможность использования SPV как компании, реализующей проект, в рамках рейтингуемых сделок проектного финансирования отмечается международными и российскими рейтинговыми агентствами. В таких проектах SPV служит для ограничения риска инвесторов рисками одного проекта.

В частности, это может достигаться за счет:

- ограничения целей деятельности SPV;
- ограничения привлечения нового долга;
- установления ограничений на реорганизацию, изменение положений устава;
- оговорки об отказе кредиторов по договорам, одной из сторон которых является SPV, от права требовать признания SPV банкротом (non-petition) и применения в отношении него процедур по делу о несостоятельности.

Конструкция СОПФ позволяет реализовать все эти цели. Однако, для того чтобы СОПФ могло выступать лицом, реализующим проект в сделках проектного финансирования, требуется устранение неопределенности в части предмета и целей деятельности СОПФ.

Если СОПФ будет предоставлено право реализовывать проект, то целесообразно также предоставить ему возможность после погашения его облигаций перейти к предпринимательской деятельности в статусе обычного хозяйственного общества без ограничений, которые накладывает статус СОПФ. Это может требоваться, например, на стадии эксплуатации проекта, реализованного СОПФ, выступающим концессионером или частным партнером.

<sup>1</sup> Абз. 2 п. 2 ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

*1.2. Предоставление любым СОПФ права выдавать займы и приобретать права требования по кредитным договорам.*

Для целей расширения способов финансирования проектов предлагается предоставить право СОПФ выдавать займы лицу, реализующему проект, а также приобретать права по кредитам, которые предоставлены для финансирования проекта. В настоящий момент такое право предоставлено только для СОПФ, 100% капитала которых принадлежит России или ВЭБ.РФ, что не способствует увеличению финансирования проектов государственно-частного и муниципально-частного партнерства<sup>2</sup>.

## **2. Уступка требований из концессионного соглашения и соглашения о ГЧП / МЧП.**

2.1. В Федеральном законе от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (далее — Закон о концессиях) предлагается прямо предусмотреть возможность согласия концедента на уступку будущих требований, а также возможность закрепления согласия на уступку в «прямом соглашении» между таким концедентом и кредиторами концессионера. Это снизит юридические риски для случаев уступки будущих требований по концессионному соглашению. В свою очередь, уступка будущих требований может быть необходима при секьюритизации концессионного проекта.

2.2. В Закон о ГЧП / МЧП<sup>3</sup> целесообразно внести аналогичные изменения. В частности, предлагается вовсе снять запрет на уступку прав по соглашениям о ГЧП / МЧП, в том числе будущих прав, при наличии согласия публичного партнера. Текущее законодательство не допускает осуществление уступки прав частного партнера, за исключением случаев его замены<sup>4</sup>. Данный запрет не соответствует практике международного регулирования таких отношений. В частности, Типовые законодательные положения ЮНСИТРАЛ по проектам в об-

<sup>2</sup> Ч. 2 ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>3</sup> Федеральный закон «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>4</sup> Ст. 13 Закона о ГЧП / МЧП.

ласти инфраструктуры, финансируемым из частных источников, допускают уступку прав требования частного партнера при согласии публичного партнера<sup>1</sup>. Такая уступка также может быть востребована при секьюритизации требований из соглашений о ГЧП / МЧП.

### 3. Механизмы защиты прав инвесторов

*3.1. Презумпция знания контрагента специализированного общества об ограничениях на совершение сделок, установленных его уставом.*

Согласно статье 174 Гражданского кодекса Российской Федерации, для признания недействительной сделки, совершенной органом юридического лица с нарушением ограничений, установленных его уставом, истцу требуется доказать, что контрагент по сделке знал о таких ограничениях.

Для специализированных обществ в настоящее время предусмотрена специальная норма, устанавливающая презумпцию знания кредиторов специализированного общества о наличии ограничений в части предмета и целей деятельности таких обществ<sup>2</sup>. Однако аналогичной нормы относительно знания кредиторов о нарушении запретов, установленных его уставом для защиты интересов его кредиторов<sup>3</sup>, не установлено. При этом соблюдение такого рода запретов может быть не менее важно для защиты прав кредиторов, в том числе владельцев облигаций, чем соблюдение требований о предмете и целях деятельности специализированного общества.

<sup>1</sup> Руководство ЮНСИТРАЛ для законодательных органов по инфраструктурным проектам, финансируемым из частных источников URL: <http://www.uncitral.org/pdf/russian/texts/procurem/pfip/guide/pfip-r.pdf>.

<sup>2</sup> П. 16 ст. 15.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>3</sup> Согласно подп. 2 п. 6 ст. 15.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

В этой связи предлагаем закрепить презумпцию знания контрагентов специализированного общества об указанных запретах.

*3.2. Раскрытие информации о документах, подписанных представителем владельцев облигаций (далее — ПВО) от имени владельцев облигаций.*

В настоящее время обязанности ПВО по предоставлению или раскрытию информации о документах, подписанных от имени облигационеров, не установлены. При этом на практике к числу документов, подписываемых ПВО, могут относиться межкредиторские и иные соглашения, которые напрямую влияют на объем прав облигационеров. Подписание таких документов может быть необходимо, в частности, в ходе структурирования обеспечения при привлечении финансирования инфраструктурных проектов. В качестве примера можно привести документацию по облигациям ООО «Магистраль двух столиц». Расширение требований к раскрытию информации ПВО повысит его значение как защитника интересов владельцев облигаций и снизит вероятность споров с облигационерами в рамках выпусков инфраструктурных облигаций.

\*\*\*

При несомненно положительном значении рассмотренных изменений нельзя говорить о том, что отечественное законодательство предоставляет достаточно широкие и равные возможности для участия бизнеса в развитии реального сектора экономики через механизмы секьюритизации. В связи с этим представляется необходимым продолжение работы в части обеспечения участия СОПФ в отношениях по государственно-частному партнерству в качестве полноправного участника долгосрочных проектов.



**Владимир ДРАГУНОВ,**  
партнер,  
«Бейкер Макензи»



**Сергей САМОХВАЛОВ,**  
старший юрист,  
«Бейкер Макензи»

## Развитие законодательства в области структурного финансирования и секьюритизации

**З**а последние несколько лет на российском рынке структурного финансирования и секьюритизации был сделан ряд шагов в правильном направлении, а уровень участников инфраструктуры подобных проектов существенно вырос. Можно вспомнить принятие полноценного закона о секьюритизации, появление структурных облигаций, залоговых счетов, счетов эскроу, трасти (представителя владельцев облигаций), межкредиторских соглашений и многое другое.

Для любого рынка столь масштабные изменения не могут в одночасье превратиться в популярный продукт и получить широкое распространение. Тем не менее отрицать их востребованность трудно, и правильность заданного законодателем движения подтвердилась практикой.

В то время как российская банковская система испытывала повышенный стресс после введения международных санкций и замедления темпов экономического роста, структурные продукты оказались альтернативным финансовым инструментом для тех инвесторов, которые хотели бы продолжать инвестировать в традиционно банковские активы, но опасались делать это через предоставление прямого финансирования банкам в условиях нестабильности банковской системы и недостаточной прозрачности балансов кредитных организаций.

Рынку памятные крупные банкротства и санации целого ряда российских банков: Бинбанка, банка «Югра», Азиатско-Тихоокеанского Банка, Инвестторгбанка, Промсвязьбанка, Банка ТРАСТ, Мастер-Банка, банка «ФК Открытие» и прочих. В каждом из указанных случаев инвесторы понесли существенные убытки. Получить что-либо

с обанкротившейся кредитной организацией почти невозможно по ряду регуляторных причин, не в последнюю очередь из-за приоритета вкладчиков — физических лиц перед прочими кредиторами банка.

Одновременно структурные продукты, выпущенные перечисленными банками в рамках сделок секьюритизации, продолжают приносить инвесторам доход. Достаточно посмотреть на публичный долг финансовой группы «Открытие». Все выпуски классических облигаций «Открытие Холдинг» общим объемом 249 млрд рублей были реструктурированы, а в отношении субординированного долга банка из группы произошло полное списание. Даже в таких критических условиях сделки секьюритизации компаний из финансовой группы «Открытие» продолжают функционировать, нет ни одного проекта, по которому наступил бы дефолт или были предложены условия реструктуризации. Все обязательства исполняются в соответствии с условиями документации.

В этом главное преимущество секьюритизации и структурного финансирования: отделение риска дефолта финансового института от риска дефолта по активу. Аналогичная статистика есть, например, в отношении сделок секьюритизации, реализованных в Европе, где после финансового кризиса 2007 года количество дефолтов по сделкам с наивысшим рейтингом (AAA) не превысило десятых долей одного процента, разительно контрастируя с ситуацией на финансовых рынках и проблемами самих финансовых институтов.

Мы много хвалим рынок секьюритизации и его участников, однако и в этом вопросе требуется проявить известную долю трезвости, в противном случае сложно будет найти импульс для дальнейшего развития и никому «не поздоровится от этаких похвал», как говорил Чацкий в комедии «Горе от ума» А. С. Грибоедова.

Нужно признать, что в некоторых случаях медленное реагирование законодателя на потребности рынка, а иногда и их полное игнорирование<sup>1</sup> негативным образом по-

влияли на развитие секьюритизации в последние 2–3 года. Это видно по статистике количества реализованных проектов, число которых существенно уменьшилось за указанный период, и прошлый год не стал исключением (так, за 2016–2018 годы общее количество сделок секьюритизации составило 23, тогда как за 2013–2015 годы — 53). Регулятор также не помог рынку более привлекательными дисконтами по операциям РЕПО с такими бумагами, учитывая низкий риск последних. Рынок в еще большей степени сместился в сторону частных и клубных сделок, так и не позволив сформироваться необходимой ликвидности в этом секторе.

Мы находимся в самом сердце рынка и можем с уверенностью говорить, что по мере знакомства с секьюритизацией и структурными продуктами интерес к ним со стороны наших клиентов только растет. Это легко увидеть по количеству сделок, реализованных одним и тем же финансовым институтом. Вряд ли найдется банк, который после первого проекта не сделал второй, третий, четвертый, пятый и так далее<sup>2</sup>. Но первый шаг всегда трудный, и чтобы упростить для банков это решение, на наш взгляд, потребуется ряд точечных изменений законодательства.

## НАЛОГИ — ОСНОВНАЯ ГОЛОВНАЯ БОЛЬ?

*Да, мочи нет: мильон терзаний.*

В то время как с кредитными продуктами банков есть достаточная ясность и налоговый анализ последствий продажи портфеля кредитов (ипотеки, автокредитов, потребительских кредитов и пр.) сейчас не составляет большой сложности, анализ уступки прочих денежных требований (например, возникающих из договоров лизинга или факторинга) представляет непростую задачу.

В частности, основная проблема возникает при анализе последствий применения НДС для продавца и покупателя.

<sup>1</sup> Например, сохранение на протяжении нескольких лет повышенного коэффициента риска в отношении младших траншей по сделкам секьюритизации, которые учитывались при расчете достаточности капитала банка с коэффициентом 1250%.

<sup>2</sup> Азиатско-Тихоокеанский Банк — 3 сделки; Транскапиталбанк — 4 сделки; Металлинвестбанк — 2 сделки; банк «Возрождение» — 5 сделок; финансовая группа «Открытие» — 5 сделок и так далее.

Так, в рамках лизинговых секьюритизаций принято осуществлять продажу лизингового имущества с дисконтом относительно объема уступаемых требований. Сумма дисконта необходима для создания входящего денежного потока для специализированного финансового общества (СФО), который будет использоваться для покрытия текущих расходов СФО — вознаграждения управляющей компании, биржи, сервисного агента, других расходов — и уплаты купона по выпускаемым облигациям. Наличие такого дисконта может повлечь налоговые последствия для СФО и потребовать уплаты НДС на величину дисконта.

Другой пример: уступка будущих денежных требований в рамках сделок факторинга. Поскольку продавец (оригинатор) не отражает на балансе будущие денежные требования, продажа всего портфеля будущих денежных требований влечет разовое получение в рамках одного налогового периода значительного входящего денежного потока в виде покупной цены за проданный портфель будущих требований. Это серьезный вопрос для налогового анализа, имеющих существенные материальные последствия для оригинатора (продавца) в виде уплаты НДС на полученную сумму покупной цены.

Отдельным вопросом является применимость НДС к комиссиям за факторинг. Возможны разные интерпретации данной проблемы, но пока превалирует более консервативная точка зрения, предполагающая начисление НДС, несмотря на финансовый характер операции факторинга.

Для того чтобы окончательно решить эти и другие вопросы, связанные с исчислением и уплатой НДС, стоило бы внести изменения в Налоговый кодекс, уточнив формулировки в отношении определения налоговой базы от продажи будущих денежных требований и имущества на СФО. Без этого оригинаторам приходится в ряде случаев принимать на себя дополнительные расходы, связанные с уплатой НДС, и риски, включая оценку возможности последующей компенсации уплаченных сумм НДС из бюджета. Мы помогаем нашим клиентам с таким анализом и тщательным налоговым структурированием сделок, включая подготовку конкретных формулировок документации. Тем не менее, на наш

взгляд, данная головная боль может быть легко снята поправками в Налоговый кодекс, которые, безусловно, повысят популярность структурных продуктов. Сейчас нам совместно с клиентами приходится придумывать более сложные и затратные решения.

Важным толчком развитию секьюритизации могло бы стать снижение ставки налога на прибыль в отношении купонных выплат по облигациям, выпущенным СФО (как это сделано для облигаций, выпускаемых ипотечными агентами).

## НА РАСПУТЬЕ: БАНКОВСКИЕ НОРМАТИВЫ И РЕГУЛИРОВАНИЕ

*Противуречья есть, и многое не дельно.*

*Боюсь, сударь, я одного смертельно,  
Чтоб множество не накопилось их.*

С одной стороны, в октябре 2018 года Банк России после долгого ожидания со стороны участников рынка утвердил Положение N 647-П «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации». Данное положение было позитивно воспринято рынком, и, на наш взгляд, его позитивный эффект будет только набирать обороты по мере приведения банками сделок секьюритизации в соответствие с новыми требованиями. Стимулом к этому является существенная разгрузка капитала (норматив Н1), которую банк может получить по итогам реализации сделки.

С другой стороны, разгрузив собственный капитал, банки столкнулись с вопросом разгрузки капитала на групповой основе. Дело в том, что при включении ипотечного агента или СФО в банковскую группу, банки вынуждены рассчитывать достаточность капитала для банковской группы в целом. Поскольку введенное Положение касается только норматива достаточности собственного капитала банка, то на групповой основе формально продолжают действовать общие правила. Это означает, что весь проданный портфель активов в полном объеме возвращается на баланс банка (как будто бы не было продажи) и расчет риска ведется по всему портфелю, а не только по удерживаемому банком младшему долгу (как это делается для целей расчета норматива Н1).

Мы обсуждали с рядом банков этот вопрос, в том числе несколько компромиссных подходов и возможных решений. Тем не менее было бы полезно доработать этот момент на регуляторном уровне, позволив банкам рассчитывать групповой норматив достаточности капитала пропорционально удерживаемому риску.

Давний вопрос, который до сих пор возникает при структурировании сделок секьюритизации, касается определения категории качества младшего кредита.

После учреждения СФО оригинатор предоставляет СФО / ипотечному агенту кредит (заем) для покрытия текущих расходов последнего и для удержания риска по сделке. Если кредит предоставляется банком, то банк должен сформировать в отношении кредита резерв. Размер резерва определяется исходя из категории качества кредита.

Правила ЦБ носят общий характер и не разделяют регулирование в зависимости от вида заемщика (обычная коммерческая компания или специализированное юридическое лицо). Во внимание принимаются финансовая отчетность, активы заемщика, наличие просроченных и исполненных в пользу банка обязательств и прочее. Для СФО / ипотечного агента, который создается специально для сделки и часто к моменту получения кредита не имеет даже первой отчетности и каких-либо активов, формальное выполнение указанных требований весьма затруднительно. Часто из-за этого кредит по исключительно формальным признакам относится к более низкой категории качества, что требует создания резервов в большем размере, чем того требует реальное качество заемщика.

Было бы целесообразно применять в данном случае дифференцированный подход и разделять правила для создания резервов в отношении заемщиков, имеющих специальный статус (СФО или ипотечный агент), и обычных коммерческих компаний с общей правоспособностью. Никакой деятельности, кроме покупки портфеля денежных требований, СФО / ипотечный агент не осуществляет, и оценивать их по критериям обычных коммерческих организаций, на наш взгляд, неверно.

## СОЗДАНИЕ СФО — НА ЧЕМ СПОТКНУЛИСЬ?

*На свете дивные бывают приключения!*

Основным участником процесса секьюритизации любых активов является СФО или ипотечный агент. СФО / ипотечный агент выступает покупателем актива (денежных требований) и эмитентом облигаций, обеспеченных залогом таких денежных требований. Традиционно учредителями СФО и ипотечных агентов являлись голландские фонды — штихтинги.

Это специальные юридические лица, которые создаются по праву Нидерландов, не имеют штата сотрудников и бенефициаров и действуют исключительно для достижения цели, указанной в их учредительных документах. Наличие данных признаков позволяет использовать их для создания СФО и ипотечных агентов, которые не зависят от оригинатора. По своему правовому статусу штихтинги напоминают российские некоммерческие организации — фонды.

После введения международных санкций в рамках сделок секьюритизаций стал подниматься вопрос о том, насколько использование иностранных фондов безопасно для структуры сделки и не влечет ли их использование дополнительных рисков. В качестве альтернативы в некоторых сделках стали использоваться российские фонды.

Однако если с использованием штихтингов нет никаких юридических и налоговых вопросов (штихтинги используются в подавляющем большинстве не только российских, но и европейских сделок), то использование российских фондов открывает ряд потенциальных вопросов, на которые не всегда можно дать однозначный ответ.

Основной вопрос касается соответствия цели деятельности российского фонда требованиям закона. Фонд может выступать акционером другого юридического лица (то есть СФО / ипотечного агента), только если он действует в рамках некой «некоммерческой» цели, определенной уставом фонда. Этот вопрос вызвал интерес Министерства юстиции РФ и потребовал многочисленных обсуждений, приведя к задержкам реализации ряда проектов секьюритизации.

По результатам анализа остается констатировать, что категоричного ответа

на вопрос о преимуществе использования российского фонда по сравнению с использованием штихтинга пока нет, и для создания в будущем полноценной российской структуры секьюритизации (без привлечения штихтингов) было бы правильно внести уточнения в закон о некоммерческих организациях в отношении статуса и правоспособности российских фондов.

### **СТРУКТУРНЫЕ НОТЫ: НОВЫЕ ГОРИЗОНТЫ С НОВЫМ ИНСТРУМЕНТОМ**

*Что нового покажет мне Москва?  
Вчера был бал, а завтра будет два.*

16 октября 2018 года вступили в силу поправки в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», касающиеся введения в России нового вида ценной бумаги — структурной облигации. Участники рынка давно ждали этого закона, и его публикация вызвала ажиотажный интерес.

Закон предоставляет кредитным организациям, брокерам, дилерам и СФО возможность выступить эмитентом структурной облигации. Исполнение обязательств по таким облигациям может быть привязано к наступлению (ненаступлению) определенных обязательств, поименованных в законе.

Это популярный в США и Европе инструмент, часто используемый брокерами для привлечения инвесторов — физических лиц, которые хотят получить более высокий доход по сравнению с депозитом.

Мы видим хороший потенциал у инструмента в России (особенно в условиях текущей низкой доходности по депозитам). Интерес к структурным продуктам в разное время проявляли Сбербанк, банк «Уралсиб», Альфа-Банк и прочие крупные финансовые институты. Все они выступали эмитентами гибридных финансовых продуктов, доходность по которым была привязана к неким активам или индексам.

Дополнительный потенциал данного инструмента может быть связан с возможностью использования его в качестве продукта «синтетической» секьюритизации, у которой есть ряд преимуществ по сравнению с традиционной секьюритизацией, в частности возможность существенно

экономить на более простой структуре сделки и удержании риска.

Пожалуй, недостатком структурной облигации стоит признать ограниченный круг потенциальных покупателей. Ее покупателями могут выступить только квалифицированные инвесторы, а физические лица, не имеющие такого статуса, не приобретшие бумаги, вправе в одностороннем порядке расторгнуть договор облигационного займа и потребовать возврата денежных средств.

Интересно, что на американском и европейском рынках банки и брокеры, несмотря на популярность структурных нот, с осторожностью относятся к их использованию. Вероятно, это связано с не всегда однозначным отношением регуляторов к подобным продуктам. Такое отношение может быть продиктовано отдельными инцидентами, связанными с агрессивным маркетингом структурных продуктов и неполным раскрытием информации в отношении потенциальной доходности и рисков инвесторов.

Ряд брокеров оплатил за неполное раскрытие информации миллионными компенсациями в судах и расходами на судебные и административные разбирательства. Наиболее известен случай, связанный с компанией Wells Fargo Advisors LLC, которая в 2018 году согласилась вернуть клиенту более 900 000 долларов США основного долга по структурным нотам и 170 000 долларов США процентов, а также заплатить 4 000 000 долларов США пени и штрафов<sup>1</sup>.

Практика показывает, что когда целевой аудиторией для продажи ценных бумаг выступают физические лица (в том числе квалифицированные инвесторы), регуляторы склонны проявлять повышенный интерес и предъявлять более высокие требования к информированию потенциальных инвесторов о продукте, который им предлагается, по сравнению с предложением классических облигаций институциональным инвесторам (банкам, фондам и т. п.).

<sup>1</sup> Пресс-релиз Комиссии по ценным бумагам США Wells Fargo Advisors Settles SEC Charges for Improper Sales of Complex Financial Products <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-112>.

С учетом сказанного заметим, что любой выпуск структурных нот и его маркетинг потребуют повышенного внимания к раскрытию информации и формулировкам, связанным с ответственностью банка / брокера, которые могут существенно отличаться от общепринятого подхода к продаже «обычных» облигаций.

### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Мы позитивно смотрим на будущее сделок секьюритизации и структурных продуктов в России и совместно с другими участниками рынка ежегодно прикладываем много усилий к совершенствованию регулирования. Уже сейчас возможности по структурированию сделок в России огром-

ны и во многом сопоставимы с другими развитыми юрисдикциями. Но молодой рынок требует совместных инвестиций в его развитие. Для того чтобы он заработал в полную силу, потребуется помощь всех заинтересованных участников, и для начала от каждого нужно совсем немного: прочитать статью и поделиться мыслями со своими коллегами и нами. Мы, со своей стороны, поделимся с вами нашим опытом и постараемся помочь сориентироваться в последующих практических шагах и действиях. Все юрисдикции успешно проходили через непростой этап становления рынка и развития нового финансового продукта, и в России у структурных продуктов есть интересное будущее.





**Елизавета ТУРБИНА,**  
партнер,  
LECAP

## Будущие требования как предмет секьюритизации: идентификация, уступка и прикладные аспекты

**Т**ема будущих требований, особенностей их использования для сделок секьюритизаций возникает в том или ином виде на каждой сделке и зачастую в более сложной форме, чем момент возникновения обязательств по уплате будущих процентов, как это бывает с секьюритизируемыми банковскими кредитами.

Линейка активов, используемых для российских секьюритизаций, постепенно расширяется: после появления в 2014 году в российском законодательстве концепции СФО реализовано уже несколько сделок с неипотечными розничными кредитами, в 2017 году закрыта первая сделка с использованием требований из единственного долгосрочного контракта оказания услуг, и на разных этапах подготовки находятся сделки с другими небанковскими активами.

Пусть анализ сугубо юридической специфики различий между существующими на момент уступки и будущими требованиями не является самым интересным для обсуждения для неюридической публики, но эти различия имеют ряд прикладных последствий для структурирования каждой сделки. Об этих прикладных последствиях подробнее и поговорим ниже.

### **ПРЕДЫСТОРИЯ ВОПРОСА И ПОНЯТИЕ БУДУЩИХ ТРЕБОВАНИЙ**

Текущая редакция статьи 388.1 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее ГК) вступила в силу в 2014 году и является плодом существенных изменений в гражданское законодательство и предшествовавшей этому выработке на практике, прежде всего в позиции Высшего арбитражного суда Российской Федерации (далее ВАС), подходов к будущим требованиям.

Информационное письмо от 30 октября 2007 года № 120 Президиума ВАС впервые закрепило ту либеральную позицию, которая имела большое значение для признания возможности регулировать будущие требования в договорных отношениях по аналогии с куплей-продажей будущих вещей. Среди прочего, п. 4 Информационного письма впервые на уровне позиции высшей судебной (гражданско-правовой) инстанции прямо признал, что «соглашение об уступке права (требования) по существу является соглашением о купле-продаже будущего права (требования) на оплату поставленной продукции», приводя далее пикантную фразу «содержание и характер данного права не позволяют сделать вывод о неприменении к отношениям сторон указанного соглашения нормы о купле-продаже». Далее в том же пункте письмо признает, что переход будущего права (требования) между сторонами произойдет после возникновения этого права (требования) у cedentа.

Возможность уступки будущих прав также признается в международных актах унификации частного права (ст. III. — 5:106 Модельных правил европейского частного права, ст. 9.1.5 Принципов УНИДРУА).

Вместе с тем в регулировании будущих требований и их оборота до сих пор остался ряд серых зон, которые продолжают представлять почву для теоретических дискуссий в доктрине о том, какие именно требования следует считать будущими: те, что возникли в момент подписания договора, но не созрели, не кристаллизовались до наступления определенного срока, выполнения определенных условий или выполнения противоположной стороной (кредитором) определенных действий, или лишь те, что на момент заключения соглашения об уступке не возникли вовсе или в отношении которых основополагающий договор даже еще не подписан и которые возникнут и станут считаться существующими по факту созревания, наступления каких-либо событий или выполнения другой стороной каких-либо обязательств, предусмотренных договором.

Ключевая статья ГК, регулирующая уступку будущих требований (статья 388.1), определяет в качестве будущего требования требование по обязательству, которое

возникнет в будущем, и только в качестве частного случая такого требования приводит требование по обязательству из договора, который будет заключен в будущем и, соответственно, еще не заключен по состоянию на момент заключения соглашения об уступке. Несмотря на это, в практике встречается и иной подход квалификации требования в качестве будущего.

Так, в конце 2017 года Верховный суд разъяснил<sup>1</sup>, что не является будущим уже принадлежащее cedенту (уступающей стороне договора уступки) требование; момент и порядок перехода прав в таком случае определяется в общем порядке согласно п. 2 статьи 389.1 ГК (то есть по общему правилу — в момент заключения договора уступки, если только законом или договором не установлено иное). В качестве примера приводится требование заимодавца о возврате суммы переданного займа до наступления срока его возврата — то есть принадлежащее кредитору с момента подписания договора займа право, возникновение которого зависит от наступления триггеров для такого досрочного погашения.

Аналогичную позицию поддерживает С. В. Сарбаш, один из наиболее авторитетных теоретиков вопроса. Ссылаясь на складывающееся в последние годы понимание будущего требования, профессор утверждает<sup>2</sup>, что при уступке несозревшее требование переходит к новому кредитору именно в этом несозревшем состоянии, и увязывает такой подход с новыми правилами об ответственности cedента, который после совершения уступки не должен совершать действий, которые могли бы привести к невозможности реализации требования.

Доктрина, таким образом, дополняет концепцию «возникновения» права требования интересной концепцией «созревания» такого права требования, которая в существующем регулировании прямо не

<sup>1</sup> Постановление Пленума Верховного суда Российской Федерации от 21 декабря 2017 г. № 54 «О некоторых вопросах применения положений главы 24 Гражданского кодекса Российской Федерации о перемене лиц в обязательстве на основании сделки», пункт 6.

<sup>2</sup> Пояснение С. В. Сарбаша, подготовленное для КонсультантПлюс, опубликовано 23 января 2015 г.

зафиксирована. Как будет проиллюстрировано ниже, подобный подход можно считать направленным на поддержку оборотоспособности, то есть возможности уступки будущих требований, а также снижения для приобретателей требований (цессионариев) рисков, связанных с заключением договора об уступке требований, которые еще не сформировались, что для сложных сделок является одним из фундаментальных вопросов, как, например, подтверждение состоявшейся true sale уступаемых активов в рамках сделок секьюритизации.

Возвращаясь к вопросу момента перехода будущего требования к новому кредитору, интересно отметить, что и в международных источниках частного права нет единодушия в части квалификации будущих требований. Так, Модельные правила европейского частного права придерживаются того же подхода, что п. 2 ст. 388.1 ГК (п. 1 ст. III. — 5:106). При этом Принципы УНИДРУА (Международного института унификации частного права) поддерживают другую точку зрения: переход права действительно произойдет при условии (и по факту) его возникновения, однако считаться перешедшим такое право будет с момента совершения сделки цессии (ст. 9.1.5)<sup>1</sup>. Наличие различий подходов и в международной практике дает возможность порадоваться за уровень развития отечественного регулирования, однако первостепенное значение имеют всё же практические последствия такого различия для структурирования сделок.

### ПОЧЕМУ РАЗЛИЧИЕ ВАЖНО ДЛЯ СТРУКТУРИРОВАНИЯ СДЕЛОК

Различие двух подходов, описанных выше, порождает ряд совершенно прикладных последствий — как для построения финансовой модели сделки, так и для юридического анализа надежности структуры и необходимости включения дополнительных элементов, защищающих пози-

цию СФО как нового кредитора требований и, соответственно, интересы владельцев облигаций, выпущенных СФО.

С точки зрения финансовой модели, квалификация требований в качестве будущих воздействует, например, на оценку влияния и достоверности предположений, закладываемых в модель для прогнозирования будущего денежного потока эмитента и возможности в полном объеме исполнять обязательства перед владельцами облигаций и прочими кредиторами эмитента. В случае если возникновение у кредитора по обязательству требовать исполнения от должника обусловлено сложным набором условий, большинство из которых на практике не зависит от действий, для укрепления модели может потребоваться создание резервов или дополнительных обязательств со стороны originатора, что, в свою очередь, увеличивает стоимость сделки и снижает ее совокупную эффективность для originатора.

Кроме того, возникает вопрос о соотношении совокупного размера облигационного выпуска, то есть привлекаемого СФО финансирования, и величины портфеля требований, уже существующих на момент уступки портфеля активов на СФО, — по сути чем меньше доля существующих требований, тем больше становится вес влияния originатора на структуру и кредитное качество сделки, так как переход будущих требований в существующие будет во многом зависеть от исполнения или хотя бы ненарушения originатором своих обязательств по договору с должником, являющемуся основанием возникновения требований. Помимо этого при превышении величины привлекаемых от размещения средств над суммой существующих требований величина такого превышения должна быть также структурно задействована во взаимодействии сторон, иначе неиспользованная сумма будет размещена на банковском счете СФО, права по которому пусть также заложены в пользу владельцев облигаций в рамках эмиссионных документов, но в отсутствие иных решений в структуре не создают дополнительный денежный поток, который потребует эмитенту для исполнения обязательств не только по номиналу, но и по процентным выплатам по облигациям.

Юридический анализ различий суще-

<sup>1</sup> Оба источника — цит. по: Договорное и обязательственное право (общая часть): постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации. Ответственный редактор А. Г. Карапетов. П. 2 комментария к статье 388.1. Цит. по: Консультант Плюс.

ствующих и будущих требований концентрируется вокруг определения момента перехода требований для целей концепции true sale, наиболее осязаемым прикладным аспектом является оценка последствий риска банкротства originатора. Так, в случае несостоятельности originатора (как цедента) требование, которое еще не перешло к СФО (как новому кредитору), попадет в конкурсную массу originатора. Как отмечают теоретики, в таком случае правовой эффект распоряжения, заложенного в заключенном до банкротства договоре уступки, не может наступить автоматически<sup>1</sup> в силу ограничений законодательства о банкротстве. На практике это означает, что в таком случае СФО будет лишено определенной части активов, наличие которых закладывалось в финансовую модель сделки для обеспечения исполнения обязательств СФО перед владельцами облигаций. Безусловно, можно собрать аргументы в пользу иной концепции, а именно, что если законодательство (на уровне ГК) прямо признает и уступку, и залог будущего требования с момента их возникновения, так чтобы такое требование было защищено от возможных притязаний третьих лиц и иных кредиторов originатора, то такую же линию поддержки следует протянуть и до этапа банкротства originатора. Однако, к сожалению, текущие российские регулирование и практика по делам о банкротстве не разделяют такой подход, стремясь в случае банкротства поддерживать не только того единственного контрагента банкротящегося лица, с кем было заключено соглашение об уступке, но и справедливое распределение имущества банкротящегося лица между всеми его кредиторами, включая категории, имеющие по законодательству право на более приоритетное удовлетворение по сравнению даже с залоговыми кредиторами.

Помимо судьбы требований в банкротстве общий (хоть и в меньшей степени релевантный для сделок секьюритизации) юридический анализ различий между будущими требованиями, которые считают-

ся возникшими, но еще не созревшими, и будущими требованиями, которые не считаются возникшими до момента своего созревания, предполагает разницу в объеме действий, которые можно совершить в отношении требований, и применимости общих правил об обязательствах: например, если считать требование возникшим с момента подписания договора, то можно говорить о возможности новировать такое требование начиная с даты подписания основного договора или простить долг<sup>2</sup>.

Применительно к залого требованиям анализ будущих требований также представляет интерес. Согласно статье 358.5 ГК, при залоге будущего права залог возникает с момента возникновения этого права. В то время как залог существующего права возникает с момента заключения договора залога. В сделках секьюритизации права требования включаются в залоговое обеспечение обязательств СФО по его облигациям и подлежат описанию в составе эмиссионных документов, с необходимостью указания оценки стоимости таких прав и классификации их на существующие и будущие. Продолжая описанное выше различие, можно выделить два подхода к описанию портфеля закладываемых будущих требований в эмиссионной документации — на примере определения стоимости такого залогового имущества: описание стоимости будущих требований исходя из расчетных величин, известных эмитенту на основании договора, из которого эти требования возникнут, или описание стоимости будущих требований на уровне нуля, что признает возможность влияния внешних факторов (действий originатора, от исполнения которым обязательств по договору с должником зависит появление денежного требования к должнику; наличие неопределенности относительно того, как долго продолжит действовать основной договор). В отсутствие однозначных правил в применимом регулировании эмитенты (и стоящие за ними рабочие группы

<sup>1</sup> Договорное и обязательственное право (общая часть): постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации. Ответственный редактор А. Г. Карапетов. Цит. по: Консультант Плюс.

<sup>2</sup> Договорное и обязательственное право (общая часть): постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации. Ответственный редактор А. Г. Карапетов. Комментарий к статье 327.1, пункт (и). Цит. по: Консультант Плюс.

по подготовке секьюритизационных выпусков) оказываются не ограничены в праве выбрать ту или иную модель описания. Ключевым при этом остается соблюдение обязанности раскрыть всю требуемую информацию согласно положениям ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Стандартов эмиссии<sup>1</sup>, а также часто недооцениваемая обязанность эмитента раскрыть в составе эмиссионных документов всю существенную информацию, которую потенциальные приобретатели бумаг могут принять во внимание для совершения инвестиционного решения. В обоих случаях следует предусмотреть отдельные основания для раскрытия информации эмитентов в форме сообщений о существенных фактах в случае кристаллизации / перехода к эмитенту дополнительных требований или описать порядок раскрытия такой информации в отчетах сервисного агента или ином отчете, составляемом участниками сделки на регулярной основе и доступном инвесторам для ознакомления. В первом сценарии также имеет смысл уточнять в составе отчетов сторон сделки или ежеквартальных отчетов эмитента, оправдались ли ожидания в части величины и стоимости будущих требований, закладывавшиеся первоначально в эмиссионную документацию, или произошла корректировка по причине воздействия внешних факторов.

Не ставя себе задачу найти однозначное решение не разрешенной в регулировании проблемы, рассмотрим обозначенные различия с точки зрения сути правоотношений и пример практических последствий таких различий. Для этого сравним, например, (1) обязательство заплатить проценты по кредиту за июнь следующего года: оно не имеет смысла, если должник погасит кредит в полном объеме до наступления следующего года, или потребует перерасчета в случае частичного погашения за-

емщиком своих обязательств по кредиту до наступления срока уплаты таких процентов, и (2) обязательство по оплате в июне следующего года услуг, оказанных в мае следующего года. В первом случае кредитор исполнил обязательство по выдаче кредита на старте правоотношений, а будущее обязательство должника будет зависеть прежде всего от действий самого должника: он сам принимает решение о необходимости частичного или полного досрочного погашения, соответственно, при анализе будущих поступлений с точки зрения секьюритизационной сделки СФО будет зависеть от определенных действий должника. Однако в таком случае, даже если СФО недополучит объем процентных платежей от должника, который предоплатил или полностью погасил досрочно свое обязательство по кредиту, структура сделки должна предусматривать план действий для СФО и (если применимо) сервисного агента по повторному использованию полученных в погашение от должника средств (на приобретение дополнительных активов или на частичное погашение обязательств эмитента по облигациям, что за счет снижения величины будущих обязательств эмитента перед облигационерами также компенсирует недополучение процентных поступлений от должника).

Во втором случае возможность у кредитора требовать исполнения (оплаты услуг) от должника зависит от должного исполнения услуг, предусмотренных основным договором. При этом СФО приобретает у originатора только денежные требования к должнику, соответственно, факт исполнения услуг, их качество и своевременность зависят от originатора, но не от СФО. Для структурирования подобных сделок важно определить момент уступки таким образом, чтобы уступаемое обязательство было максимально защищено от возможности встречных претензий со стороны должника — например, в связи с неполным предоставлением услуги или претензиями по качеству оказанных услуг. В противном случае возможность должника оспаривать размер обязательств нарушает финансовые потоки СФО, требует дополнительных трудозатрат от управляющей компании и ПВО, которые скорее всего будут вынуждены полагаться на участие originатора в разрешении этой

<sup>1</sup> Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утверждено Банком России 11 августа 2014 г. № 428-П, с изменениями и дополнениями.

ситуации, что также нежелательно с точки зрения защиты интересов СФО и опосредованно — владельцев облигаций. Кроме того, поступившие от должника средства подлежат зачислению на залоговый счет СФО, и предъявление должником претензий по суммам или качеству оказанных услуг в момент после оплаты стоимости услуг на счет СФО не может быть удовлетворено путем простого возврата со стороны СФО (если только такое основание списания с залогового счета прямо не предусмотрено эмиссионными документами, но и включение такого основания выглядит крайне неоднозначно и требует подключения существенных механизмов проверки обоснованности списаний в сторону должника, прежде всего со стороны ПВО и управляющей организации СФО).

Таким образом, в зависимости от специфики секьюритизируемого актива и связанных с ним правоотношений правовые аспекты будущности будут иметь различные прикладные последствия, которые важно качественно отразить в договорной и эмиссионной документации по сделке секьюритизации.

### **ВЗГЛЯД С ПОЗИЦИИ УЧАСТНИКОВ СДЕЛКИ**

Ниже различие подходов в квалификации будущих требований рассмотрено с точки зрения разных участников сделки секьюритизации и сопутствующих соображений по отражению в документации.

**С точки зрения инвесторов**, в целом можно утверждать, что чем раньше требования будут квалифицированы как текущие и существующие, тем больше защищены интересы владельцев облигаций. Если требования квалифицированы как будущие и переходящие к СФО после созревания, в случае банкротства кредитора по уступаемому обязательству такие требования не успеют перейти к цессионарию (СФО) и попадут в банкротную массу originатора. С другой стороны, подобное событие может быть нивелировано практическими обстоятельствами и положениями договорной документации: если возникновение таких будущих требований связано с должным исполнением originатором своих обязательств по основному договору с должником, невозможность исполнения

originатором своих обязательств может привести и к невозникновению, некристаллизации такого будущего требования или снижению его размера относительно первоначально ожидавшегося. Это, в свою очередь, снижает уровень обеспеченности обязательств эмитента перед облигационерами и требует или предусмотрительного создания резервов для покрытия недополученных сумм эмитентом, или включения дополнительных защитных мер в структуру сделки и в любом случае — раскрытия в эмиссионных документах наличия такого риска и возможных негативных последствий для владельцев облигаций.

Практическое решение на этот случай состоит в грамотном формулировании оснований для прекращения дополнительных уступок требований со стороны originатора и оснований для амортизации (частичных погашений) или турбоамортизации (полного досрочного погашения по усмотрению эмитента или по требованию владельцев облигаций), включая анализ операционной деятельности originатора, соблюдение обязательств по предоставлению определенной в документации отчетности, соблюдение финансовых ковенантов.

Однако всё это не отменяет тот факт, что, даже при квалификации будущих требований как возникающих в момент заключения основного договора, в случае прекращения деятельности originатора или невозможности, например, оказания им услуг по основному договору СФО вряд ли сможет получить и обосновать взыскание с должника по тем обязательствам, которые должник на основании положений основного договора не считает возникшими или наступившими. В этом и может быть вся суть анализа различий подходов к будущим требованиям с точки зрения секьюритизации: в ситуации, когда новым кредитором становится лицо со специальной правоспособностью, весь режим деятельности которого и всё соотношение поступлений и расходов которого предписано заранее в эмиссионной и договорной документации по сделке, завышенные показатели будущих требований в эмиссионной документации не смогут быть исполнены должником (как описано выше), а также вряд ли смогут быть компенсированы эмитенту originатором, находящимся в со-

стоянии банкротства или предшествующих этому стадиях, когда сделка секьюритизации перестает быть приоритетом для руководства компании.

Стоит только добавить как штрих к портрету, что в ситуации таких завышенных ожиданий в эмиссионной документации относительно размера будущих требований также встает вопрос об ответственности лиц, подписывавших эмиссионные документы со стороны эмитента, то есть управляющей организации, за расчет указанных цифр. Хотя включение прямых ограничений ответственности в таком случае может не возыметь эффекта в случае судебных претензий, но для защиты инфраструктурных участников сделки следует включать формулировки о том, что приведенный расчет значений будущих требований основан на ряде предпосылок, которые могут не реализоваться или реализоваться в менее выгодном для эмитента свете, и что приобретение облигаций выпуска означает согласие инвестора с таким риском и возможность инвестора самостоятельно произвести анализ вероятности негативных сценариев до принятия инвестиционного решения.

**С точки зрения эмитента**, с одной стороны, квалификация требований как существующих повышает уровень обеспеченности и качество обеспечения обязательств эмитента по облигациям. Эта позиция, безусловно, более выгодна с точки зрения моделирования сделки, презентации ее потенциальным инвесторам, рейтинговому агентству, регулятору. С другой стороны, напротив, более скромная позиция предполагала бы, что эмитент осознает наличие временного разрыва между оценкой величины будущих требований и расчетами по ним и раскрывает инвесторам риск неперехода титула на будущее требование (в случаях, рассмотренных в данном материале, например при прекращении договора, из которого должно было кристаллизоваться такое будущее требование, или описанного ранее риска банкротства оригинатора) и, соответственно, более низкий уровень обеспеченности обязательств эмитента реальными требованиями с сопутствующим ростом риска неисполнения обязательств в полном объеме. Приведенные выше и ниже структур-

ные соображения по повышению качества документации также применимы и с позиции эмитента.

**С точки зрения ПВО** (представителя владельцев облигаций), начнем с того, действуют ли его полномочия как залогодержателя в отношении прав требования, маркированных в качестве будущих? Полномочия залогодержателя формально должны возникнуть с момента перехода титула на такие требования к эмитенту. Однако российско-правовой ПВО сочетает в себе функции *note trustee* и *security trustee*, и по настоянию грамотных ПВО, оценивающих собственные риски в течение жизни сделки, складывается практика перечисления в эмиссионных документах списка документов, которые ПВО уполномочен подписать, и действий, которые ПВО уполномочен совершить без получения дополнительного волеизъявления со стороны облигационеров в виде решения ОСВО или иным образом. Поэтому есть основания полагать, что у ПВО могут быть сформированы на основании стандартных положений ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также договорной и эмиссионной документации по конкретному проекту полномочия, необходимые для поддержки СФО при / в связи с переходом прав на новые требования, кристаллизовавшиеся по ходу обращения облигаций.

Формы поддержки должны быть четко регламентированы договорными документами, в необходимом объеме описаны в эмиссионных документах и могут включать, например, подписание в качестве третьей стороны дополнительных договоров или актов приемки в отношении таких требований, полномочия по частичной, выборочной или полноценной проверке документов, подтверждающих существование требований и их принятие к исполнению должником по обязательствам, и так далее.

Далее, что касается случая дефолта по облигациям (в том числе из-за недополучения средств в исполнение от должника или нарушения каких-либо финансовых или операционных ковенант, но в ситуации, когда должник продолжает свое существование и будущие требования продолжают созреть), эмиссионная документация может предусматривать пре-

крашение обязательств эмитента переходом прав на часть имущества эмитента, соразмерную величине неисполненного эмитентом обязательства перед облигационером. То есть должник по обязательству может одновременно получить десятки или сотни требований об оплате в свой адрес от отдельных облигационеров. На стороне плательщика по обязательству подобная ковровая бомбардировка разрозненными требованиями и необходимость проверки полномочий и легитимности требований каждого нового кредитора по отдельности неминуемо породит хаос (и, вероятно, даже даст основания назвать такую процедуру более обременительной для должника, требующей дополнительных затрат на исполнение обязательства, чем может вызвать дополнительные негативные последствия для потенциальных получателей исполнения). Для инвесторов также будет крайне затруднительно получить соразмерную величине своих требований к эмитенту величину требований из принадлежащего СФО портфеля: у отдельного инвестора нет доступа ко всему объему первичной документации по требованиям, часто также нет и собственной инфраструктуры и опыта для организации получения исполнения от должника напрямую. В такой ситуации интересной альтернативой выглядит наделение отдельного лица полномочиями по обслуживанию и взысканию от имени всех бывших владельцев облигаций, но на период после того, как обязательства по облигациям считаются прекращенными после обращения взыскания в виде частичной уступки требований. Таким лицом может быть лицо, выполняющее функции ПВО (но в рамках отдельного набора полномочий, поскольку его основные полномочия прекратятся вместе с погашением облигаций), или предусмотренный в сделке резервный сервисный или расчетный агент с необходимым функционалом. Интересный технический момент для такой ситуации — грамотный порядок назначения такого лица и наделения его полномочиями от имени всех владельцев облигаций, так чтобы полномочия распространялись по возможности на всех владельцев и продолжали действовать после формального прекращения обязательств по облигациям.

**С точки зрения регулятора**, как описано выше, в отсутствие четкой законодательной позиции относительно квалификации требований в качестве будущих для регулятора важно увидеть отражение в эмиссионных документах по отдельности тех прав, которые считаются созревшими и существующими, и тех, что считаются будущими. Хочется выразить осторожную надежду, что регулятор не возьмет на себя функцию истины в последней инстанции и при осуществлении регистрационных действий в отношении выпуска и эмиссионных документов выпуска будет отслеживать грамотность, полноту и последовательность предоставления информации эмитентом в рамках выбранного эмитентом подхода, но не сам выбор. В конечном счете в условиях действия принципа свободы договора инвесторы должны иметь право самостоятельно решать, насколько предложенное описание кажется им достаточным и привлекательным для инвестирования денежных средств.

Кроме того, в ряде случаев для оценки вероятности исполнения эмитентом обязательств по облигациям привлекается кредитное рейтинговое агентство, получение рейтинга выпуска от которого является условием приобретения облигаций рядом категорий институциональных инвесторов, то есть регулятор возлагает определенный функционал по проверке сути и модели сделки и на рейтинговые агентства, на мнение которых могут отчасти ориентироваться и инвесторы.

### **ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ПРИКЛАДНЫЕ АСПЕКТЫ**

Рассмотрим несколько других аспектов работы с будущими требованиями в рамках структурирования сделок секьюритизации.

- **Необходимость идентификации предмета уступки** предполагает, что во избежание споров между сторонами об объеме и определении конкретных уступаемых требований (в том числе в случае банкротства одной из сторон) предмет уступки должен быть в договоре уступки определен максимально точно. Для целей будущих требований возможно указать на договор, из которого требования возникнут, или описать настолько точно и однозначно, насколько



это практически возможно с учетом специфики секьюритизируемого актива, права из какого, еще не заключенного договора являются предметом уступки. В этом контексте также хочется вспомнить о двух подходах к квалификации будущих требований и поддержать практическую полезность и обоснованность подхода, предполагающего, что будущее денежное требование имеет смысл считать возникшим с момента его созревания; в противном случае, например, СФО может по документам иметь требования к определенному должнику, который даже не успел заключить договор с оригинатором, а оригинатор впал в банкротство. С точки зрения возможности адекватной защиты прав облигационеров такая ситуация не выдерживает критики. Упражнения по взысканию убытков с оригинатора или понуждению его к заключению договора с указанным в договоре уступки должником представляют интерес только для теоретических рассуждений, но не для практического кейса.

Отдельного внимания заслуживает структура *whole business* секьюритизаций, то есть уступки всей будущей выручки оригинатора с установлением ограничений по сроку или указанием качественных / количественных условий прекращения дополнительных уступок таких будущих требований (например, достижение определенного объема, равно объемам обязательствам эмитента по облигациям и финансированию, предоставленному оригинатору). В российской практике подобные сделки еще не были реализованы, прямых регуляторных ограничений на этот счет не существует, и развитие правоприменительной практики в отношении будущих требований поможет структурированию таких сделок.

• **Согласие должника для целей уступки** — в некоторых случаях ГК предполагает необходимость получения согласия должника для целей уступки (статья 388). Для сделок секьюритизации это менее актуально, поскольку предметом сделки являются прежде всего денежные требования, в которых личность должника не имеет значения для кредитора. Однако в случаях, когда подобные положения включены в договор, соображения добросовестности и сохранения партнерских отношений с ключевыми контрагентами для оригинатора требуют

проведения предварительных переговоров с должником и организации порядков будущих расчетов. В случае же, если договорная практика требует получения согласия или проведения работы с должником для целей передачи каждого кристаллизующегося требования, следует в документации прописать порядок поддержки СФО его инфраструктурными агентами для реализации этого положения.

• **Передача документов, подтверждающих возникновение / кристаллизацию требования**, приобретает особое значение, когда речь идет о периодическом созревании и переходе к СФО новых требований. В частности, внимания требует механизм проверки комплектности и адекватности заполнения первичных документов, подтверждающих возникновение (в значении кристаллизации, созревания) таких требований; эту поддержку СФО могут оказать ПВО, отдельный агент по работе с данными, управляющая организация — в зависимости от сложности документооборота и специфики конкретных отношений. Отдельный практический аспект, который важно учесть, — судьба оригиналов документации в случаях, когда уступка происходит только в отношении денежных требований, а основной договор продолжает действовать и в силу специфики взаимоотношений контрагентов оригиналы или полные наборы документов не могут быть переданы СФО как новому кредитору (при том, что у самого СФО отсутствует экспертиза по обслуживанию такой задолженности и в любом случае понадобится функционал сервисного агента).

• С точки зрения договорной документации, **классификация на будущие требования**, которые связаны с наступлением дополнительных событий / выполнением условий, также требует отражения в документообороте, отдельного учета в части обслуживания портфеля, подключения дополнительных механизмов проверки соответствия портфеля или отдельных дополнительных требований критериям отбора, закладываемым на старте проекта и требующим проверки на стороне агентов СФО в предусмотренном документацией порядке.

• **Аванс vs будущие требования**: если основной договор, из которого будут возникать и передаваться на СФО требования,

предусматривает уплату авансов и отдельный финальный корректирующий платеж, при структурировании финансовых потоков следует крайне осторожно подойти к возможности уступки прав на получение авансов — у должника в большинстве случаев останется возможность истребовать аванс или пытаться скорректировать за счет него суммы к уплате, что плохо сочетается с режимом залогового счета СФО, ограничениями на случаи списания с залогового счета в рамках эмиссионных документов, сопутствующими механизмами контроля в рамках качественной секьюритизационной сделки.

• **Риск невозникновения / невызревания будущих прав** выглядит как риск оспаривания величины требований или попыток их снижения на основании зачетов или применения ранее направленных сумм авансов.

Что конкретно происходит в таком случае в сделке:

(1) с точки зрения структуры сделки: важно оценить необходимость в отдельном триггере для амортизации и полного досрочного погашения облигаций на такой случай или возможность приобретения аналогичных по качеству иных требований (если процедура заранее предусмотрена эмиссионными и договорными документами или если инициируется отдельное ОСВО для внесения изменений на этот счет), что позволит использовать находящиеся в периметре СФО денежные требования и не допускать их простоя параллельно с нарастанием по мере жизни сделки обязательств эмитента по уплате процентов по облигациям. Очевидно также, что, если будущие требования не созрели и не были получены эмитентом в связи с банкротством originатора или наступлением иных неблагоприятных последствий, в сделке целесообразно предусмотреть механизм полного досрочного погашения для таких случаев;

(2) с точки зрения смещения кредитного риска: невозникновение ранее заявленных будущих требований повышает вес кредитного риска originатора в совокупном кредитном риске облигации, что, в свою очередь, может трактоваться как снижение качества бумаги, стать основанием для пересмотра рейтинга облигационного выпуска, если в сделке заранее не были за-

ложены резервные механизмы поддержки качества (в том числе резервные фонды эмитента) или не был заложен допустимый люфт такого дополнительного кредитного риска originатора при некристаллизации ожидавшихся ранее дополнительных денежных требований.

• **Возможность внесения в основной договор изменений, которые в том числе затронут будущие денежные требования**, — исходя из специфики секьюритизируемых договоров, важно оценить необходимость таких изменений в основном договоре в будущем и насколько они могут или должны затрагивать полномочия и интересы СФО, в частности понадобится ли решение ОСВО и какое именно (в условиях еще ограниченной компетенции ОСВО), достаточно ли компетенции ПВО для принятия решений и насколько ПВО в принципе должен принимать на себя ответственность за принятие такого решения самостоятельно, без мнения владельцев облигаций, с учетом собственного функционала и потенциально разнящихся интересов владельцев облигаций, которых ПВО должен представлять.

• **Ограничение зачета в договорах, из которых возникают требования**, — традиционный секьюритизационный вопрос становится еще более актуальным для сделок с участием будущих требований. Документация должна предусматривать механизмы компенсации originатором недополученных таким образом эмитентом сумм, но в любом случае использование должником права на зачет снова увеличило бы долю кредитного риска originатора в совокупном риске бумаги, что может привести к описанным выше негативным последствиям.

При этом следует отметить, что сама норма ГК о возможности зачета должником работает в пользу должника и в нынешних регуляторных реалиях изящно уравновешивает права кредитора на уступку денежных требований даже при наличии ограничений на это в договоре с должником.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сделки секьюритизации традиционно ставят перед своими создателями вопросы, которые на несколько порядков сложнее теоретических концепций, отражающихся в регулировании. Так же и в случае

с анализом квалификации денежных требований в качестве будущих секьюритизационный анализ ставит сложные практические задачи, требующие сочетания существующего регулирования и судебной практики, с одной стороны, и положений договорной документации, с другой. Несмотря на внесенные поправки в Гражданский кодекс и появление свежей судебной практики, учитывающей это обновленное регулирование, серые зоны остаются, и энтузиастам юридической мысли доступно для дискуссий существенное число подобных вопросов.

Вместе с тем совершенно очевидно, что предусмотреть детальное пошаговое регулирование для каждого вида правоотношений и тем более сделать это на высоком уровне юридической мысли и техники — задача слабо осуществимая и, более того, вряд ли оправдывающая потенциальные трудозатраты. Философский вопрос снова встанет на повестку дня: есть ли в принципе потребность в абсолютной зарегулированности всех возможных аспектов работы с будущими требованиями на практике, в том числе в таких сложных сделках, как сделки секьюритизации, или вопрос наконец следует рассматривать в плоскости повышения качества составления документации, отражения в ней порядка взаимодействия сторон на любом этапе жизни проекта и при любом сценарии развития их взаимодействия и формирования устойчивой практики на базе документа-

ции? Как мы рассмотрели выше, каждый из способов квалификации будущих требований позволяет качественно описать правоотношения сторон и взаимодействие сторон в связи с исполнением обязательств по уступке, оставляя инвестору право принять собственное решение о готовности инвестировать свои средства в приобретение ценных бумаг, выпускаемых в рамках такой сделки.

Поэтому в завершение снова обратим внимание на важность качественной работы с документацией по проекту, грамотным отражением в ней воли сторон, созданием работоспособных механизмов защиты прав СФО и (опосредованно) интересов владельцев облигаций СФО как его кредиторов — с учетом специфики секьюритизируемого актива и положения сторон. Поскольку сделки секьюритизации в большинстве случаев готовятся как долгосрочные проекты, использование будущих прав для каждой из них является важным и необходимым элементом. В заключение выразим надежду на то, что по мере наращивания практики работы со сложными будущими требованиями все участники секьюритизаций — включая регулятора, оригинаторов, инфраструктурных участников и агентов СФО, консультантов и рейтинговые агентства — будут формировать здоровую и устойчивую правоприменительную практику и в части использования будущих требований в составе секьюритизируемых активов.



**Татьяна ПАРШАК,**  
партнер, Bryan Cave  
Leighton Paisner



**Артемий БОНДАРЕВ,**  
юрист, Bryan Cave  
Leighton Paisner

## Реструктуризация ипотечного кредита — влияние нововведений на сделки секьюритизации

**В** последнее время дискуссии о возможном появлении в России четких и единых для всего рынка правил реструктуризации ипотечных кредитов стали одним из наиболее заметных трендов рынка ипотечного кредитования. В начале 2019 года такие дискуссии перешли в практическую плоскость.

### ОБЩИЙ КОММЕНТАРИЙ

Сперва была анонсирована разработка Стандарта ответственного ипотечного кредитования под эгидой ДОМ.РФ (далее Стандарт ответственного ипотечного кредитования). Стандарт ответственного ипотечного кредитования был заявлен как документ рекомендательного характера. Содержание указанного стандарта покрывает весь процесс ипотечного

кредитования. Существенная часть его положений посвящена в том числе и рекомендованному порядку реструктуризации ипотечных кредитов, подготовленному с учетом наиболее успешных наработок отечественного и зарубежных рынков ипотечного кредитования, а также стандартов американских ипотечных агентств Freddie Mac и Fannie Mae. Команда Bryan Cave Leighton Paisner приняла активное участие в разработке Стандарта ответственного ипотечного кредитования в качестве консультанта ДОМ.РФ.

Следующий шаг по созданию единых правил реструктуризации был сделан 28 февраля 2019 года — после ряда промежуточных дискуссий и доработок в Государственную думу был внесен проект федерального закона о реструктуризации

ипотечных кредитов<sup>1</sup> (далее Закон о реструктуризации). Несмотря на то что и без специального регулирования инструмент реструктуризации ипотечных кредитов активно используется ведущими российскими банками, предложенный проект Закона о реструктуризации может внести серьезные изменения в устоявшуюся практику работы банков по данному направлению. Согласно текущей редакции законопроекта, реструктуризация ипотечных кредитов может стать обязательной для банков-кредиторов. Как неминуемое следствие, обязательной она может стать и для специализированных обществ, которым уступаются права по таким кредитам при секьюритизации.

### **ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ ЗАКОНА О РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ**

Как указано выше, законодательное закрепление реструктуризации ипотечных кредитов трудно назвать новшеством для российских банков. Большинство ведущих участников рынка имели собственные методики реструктуризации ипотечных кредитов и активно использовали их на практике и до опубликования проекта Закона о реструктуризации. Однако говорить о том, что предлагаемые нововведения всего лишь закрепят и приведут к единому знаменателю уже существующую практику реструктуризации, также не приходится. Даже если не считать предлагаемые изменения революционными, принятие Закона о реструктуризации в текущей редакции может разделить историю рынка отечественного ипотечного кредитования на до и после.

Согласно проекту Закона о реструктуризации, ипотечные заемщики, попав-

шие в «трудную жизненную ситуацию», могут получить право требовать от кредитора отсрочки или временного снижения размера платежей по ипотечному кредиту на срок до шести месяцев. В течение указанного «льготного периода» банки не смогут обращать взыскание на предмет ипотеки вне зависимости от размера и срока неуплаты просроченной задолженности. Право воспользоваться «льготным периодом» будет предоставлено заемщикам, потерявшим работу или трудоспособного близкого родственника, инвалидам I и II групп, лицам, утратившим трудоспособность на срок более двух месяцев, а также заемщикам, семейный доход которых снизился более чем на 30%. Указанным правом заемщик сможет воспользоваться единожды в течение срока ипотечного кредита.

Самым знаковым из нововведений, предлагаемых в Законе о реструктуризации, является предложение сделать реструктуризацию обязательной для банков в указанных выше случаях. Если финансовое положение заемщика будет отвечать признакам «трудной жизненной ситуации», банк не будет иметь права отказать заемщику в реструктуризации ипотечного кредита.

### **ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ**

Несомненно, активное использование инструмента реструктуризации ипотечных кредитов и наличие четких правил игры по данному вопросу является признаком зрелого рынка ипотечного кредитования, как мы видим на примере ведущих мировых рынков. При этом предложение сделать реструктуризацию обязательной сложно назвать устоявшейся мировой практикой. В случае принятия Закона о реструктуризации в текущей редакции обязательная реструктуризация станет заметной индивидуальной особенностью отечественного рынка ипотечного кредитования. Для вашего сведения совместно с коллегами из иностранных офисов Bryan Cave Leighton Paisner мы подготовили краткий обзор правил реструктуризации ипотечных кредитов в ряде развитых стран. Данный обзор представлен в Таблице 1 в конце статьи.

<sup>1</sup> Проект Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части особенностей изменения условий кредитного договора, договора займа, которые заключены с заемщиком — физическим лицом в целях, не связанных с осуществлением им предпринимательской деятельности, и обязательства заемщика по которым обеспечены ипотекой, по требованию заемщика)», внесенный на рассмотрение Государственной думой Российской Федерации 28 февраля 2019 года за номером 655479-7.

## ВЛИЯНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬНОЙ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ НА СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

На момент подготовки настоящей статьи проект Закона о реструктуризации еще не прошел первого чтения депутатами Государственной думы, поэтому говорить о неминувости предлагаемых изменений скорее всего пока преждевременно. Бесспорно, ожидания рынка заключаются в дальнейшей оптимизации законопроекта и возможном смягчении позиции по предлагаемым в нем вопросам, особенно в части невозможности отказать заемщику в осуществлении реструктуризации в ряде случаев.

В ожидании дальнейших новостей о судьбе законопроекта мы предлагаем уже сейчас проанализировать, как именно появление требований об обязательной реструктуризации может повлиять на отечественные рынки ипотечного кредитования и секьюритизации. Учитывая наличие у ведущих российских банков опыта реструктуризации ипотечных кредитов, проводимой по собственному усмотрению в случае обращения заемщиков, возможность банков адаптировать свои операционные возможности к реалиям обязательной реструктуризации не вызывает серьезных опасений. При этом к вопросу о влиянии возможного появления обязательной реструктуризации на сделки секьюритизации, включая сделки по выпуску однотраншевых ипотечных ценных бумаг, предлагаем отнестись с большим вниманием.

Очевидно, что в случае появления у банков обязанности осуществлять реструктуризацию ипотечных кредитов в ряде случаев количество реструктурированных кредитов может с течением времени значительно возрасти. Существенное увеличение количества реструктурированных кредитов может создать ряд следующих практических сложностей:

- Ограничение базы для формирования пулов. Условия большого количества сделок секьюритизации не допускают включение реструктурированных закладных при формировании пула, подлежащего передаче на баланс ипотечному агенту или специализированному финансовому обществу (СФО) (далее совмест-

но — секьюритизационное SPV). В связи с этим существенно возрастет и количество ипотечных кредитов, не доступных для включения в пул, если требования к приемлемым закладным, запрещающим или ограничивающим включение реструктурированных закладных, не будут изменены.

- Рост количества закладных, выкупаемых обратно оригинатором. Зачастую условия секьюритизационных сделок содержат условие о том, что закладные, прошедшие реструктуризацию после их продажи секьюритизационному SPV, подлежат обратному выкупу оригинатором (например, при превышении допустимого значения относительной доли таких закладных в составе пула). Согласно текущей редакции проекта Закона о реструктуризации, факт передачи прав по ипотечному кредиту от банка-оригинатора к секьюритизационному SPV не повлияет на наличие обязательства по его реструктуризации. С увеличением случаев реструктуризации возрастет и количество закладных, подлежащих обратному выкупу и исключению из уже сформированного пула. Это, в свою очередь, ускорит процесс амортизации пула и усложнит процесс расчета дюрации ипотечных ценных бумаг (особенно в отсутствие механизмов замены выкупленных закладных, которые подпали под реструктуризацию, иными приемлемыми закладными).

- Практические аспекты сервисного обслуживания и обратного выкупа реструктурированных закладных. Если сервисное обслуживание пула ипотечных кредитов, переданных секьюритизационному SPV, осуществляет оригинатор, а условия сделки секьюритизации предусматривают обязанность оригинатора выкупать обратно реструктурированные закладные, оригинатор может быть в меньшей степени мотивирован осуществлять добровольную реструктуризацию ипотечных кредитов, принятых на сервисное обслуживание. Понимая необходимость обратного выкупа реструктурированных закладных, часть оригинаторов, действующих в роли сервисных агентов, может уклоняться от осуществления реструктуризации в добровольном, а не обязательном порядке, стараясь максимально сократить количество положи-

тельных решений по заявлениям заемщиков о проведении реструктуризации. Это может увеличить количество просрочек либо случаев досрочного возврата кредитов в результате их рефинансирования у иных кредиторов, которые будут готовы предоставить более мягкие условия с учетом текущей ситуации конкретного заемщика, что также увеличит скорость амортизации пула.

### **МЕХАНИЗМЫ ПО АДАПТАЦИИ СТРУКТУРЫ СДЕЛОК**

Ниже изложен ряд предложений по адаптации подхода к учету реструктурированных закладных в рамках сделок секьюритизации, если в ряде случаев реструктуризация станет обязательной для банков. Предлагаем рассмотреть следующие ситуации:

- Реструктуризация осуществлялась и была завершена до включения закладной в пул.
- Реструктуризация началась до включения закладной в пул и продолжается после ее включения в пул.
- Реструктуризация началась и продолжается после включения закладной в пул и его продажи секьюритизационному SPV.

### **УЧЕТ РЕСТРУКТУРИРОВАННЫХ ЗАКЛАДНЫХ НА СТАДИИ ФОРМИРОВАНИЯ ПУЛА**

#### **Допустимая реструктуризация**

В настоящее время распространена практика, при которой требования к пулам закладных для секьюритизации не допускают включение реструктурированных закладных в состав пула на стадии его формирования. При этом реструктуризацией в данном случае чаще всего признают любое благоприятное для заемщика изменение условий кредита, как это указано в пункте 3.7.2.2 Положения ЦБ РФ № 590-П<sup>1</sup>.

В качестве одной из мер по адаптации к «обязательной реструктуризации»

можно было бы рассмотреть определенное «смягчение» критериев, при которых закладная должна признаваться реструктурированной. Вместо описанного выше подхода по признанию реструктуризацией любого благоприятного для заемщика изменения параметров кредита в соответствии с Положения ЦБ РФ № 590-П можно рассмотреть введение определенных критериев, при которых изменение параметров кредита не признается реструктуризацией на этапе формирования пула, то есть ввести концепцию так называемой «Допустимой реструктуризации» для целей признания реструктурированных в прошлом закладных надлежащими для их включения в пул.

Например, критерии допустимости закладных для включения в пул могут предусматривать, что Допустимой реструктуризацией признается реструктуризация, при которой:

- размер ежемесячного платежа снизился не более чем на X%;
- срок кредита увеличился не более чем на X%;
- период реструктуризации составлял не более X месяцев; и
- на дату включения закладной в пул период реструктуризации уже завершился и обслуживание кредита является хорошим в соответствии с Положением ЦБ РФ № 590-П.

Концепция Допустимой реструктуризации на стадии формирования пула позволит включить в пул те ипотечные кредиты, реструктуризация которых не оказывает существенного влияния на ожидаемые поступления по данному ипотечному кредиту и на ожидаемые показатели пула закладных в целом. Например, если период реструктуризации уже закончился к дате формирования пула, его продолжительность составила не более 6–12 месяцев, размер платежа снизился не более чем на 10–20%, а после завершения льготного периода обслуживание долга являлось хорошим, то закладная может оказаться даже более надежной с точки зрения дальнейшего обслуживания, чем закладная, в отношении которой реструктуризация не проводилась, но у заемщика сохранилось право потребовать ее проведения в дальнейшем. При этом

<sup>1</sup> Положение о порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности (утв. Банком России 28.06.2017 N 590-П).

в отношении закладных, период реструктуризации по которым не завершился на дату фиксации пула, могут быть предусмотрены отдельные значения указанных выше критериев для целей признания таких реструктурированных закладных допустимыми или же исключения данных закладных из понятия «надлежащих».

#### **Возможная аргументация для инвесторов**

Подобный подход может снизить количество закладных, недоступных для включения в пул или подлежащих исключению из него при увеличении общего количества реструктурированных закладных у конкретного originатора. При обсуждении указанного выше подхода с потенциальными инвесторами могут использоваться следующие аргументы:

- В отношении применения Допустимой реструктуризации при изначальном формировании пула — реструктурированные закладные, включаемые в пул, не находятся в процессе реструктуризации на момент включения в пул, а отклонение от изначальных параметров кредита в процессе и после реструктуризации не является критичным для показателей пула и доходности ипотечных ценных бумаг (при соблюдении указанных выше условий Допустимой реструктуризации); и
- наличие хотя бы единожды реструктурированных закладных может создать более стабильный прогноз поведения пула, чем наличие исключительно нереструктурированных закладных, в отношении которых у заемщика всегда сохраняется право на реструктуризацию в случае принятия Закона о реструктуризации или присоединения к Стандарту ответственного ипотечного кредитования, что может повлечь выкуп таких закладных в дальнейшем.

#### **Практические аспекты**

При этом основные трудности использования концепции Допустимой реструктуризации на стадии формирования портфеля, на наш взгляд, носят в первую очередь практический, а не юридический характер:

- Система данных originатора должна иметь возможность отобрать ре-

структурированные закладные, соответствующие критериям Допустимой реструктуризации, из всего массива данных о портфеле закладных данного originатора в автоматическом режиме. Однако мы понимаем, что большинству российских originаторов такая опция скорее всего будет недоступна, так как для автоматического отбора реструктурированных закладных по определенным критериям IT-системы и базы данных originаторов уже сейчас должны иметь соответствующие поля и такие поля должны последовательно заполняться.

- В случае отсутствия технической возможности автоматического отбора хотя бы однажды реструктурированных закладных такой отбор будет необходимо осуществлять «в ручном режиме», что может увеличить срок для анализа и формирования больших портфелей originатором.

Тем не менее, несмотря на указанные выше практические сложности, ряд originаторов, в особенности негосударственные банки, могли бы использовать опцию с «ручным отбором» допустимых реструктурированных закладных для целей формирования большего и более качественного или же более «предсказуемого» портфеля, в который можно было бы включить и реструктурированные закладные, отвечающие требованиям Допустимой реструктуризации.

### **УЧЕТ ЗАКЛАДНЫХ, РЕСТРУКТУРИРОВАННЫХ ПОСЛЕ ФОРМИРОВАНИЯ И ПРОДАЖИ ПУЛА**

#### **Допустимая реструктуризация**

Зачастую условия сделок секьюритизации предусматривают, что при определенных условиях originатор или сервисный агент должен осуществить обратный выкуп закладных, в отношении которых осуществляется реструктуризация. В качестве наиболее очевидной опции по адаптации данного правила к реалиям обязательной реструктуризации, которую будут в тот или иной момент времени проходить закладные в пуле, можно рассмотреть использование концепции Допустимой реструктуризации по аналогии с подходом, описанным нами выше



для стадии формирования пула. С юридической точки зрения в договорной и эмиссионной документации может быть предусмотрено, что закладная, реструктурированная после передачи ипотечному агенту, не подлежит обратному выкупу оригинатором, если реструктуризация соответствует набору критериев Допустимой реструктуризации. Как более подробно описано ниже, для целей сохранения изначально рассчитанных и прогнозируемых параметров ипотечных ценных бумаг для инвесторов указанный механизм может быть использован в комбинации с установкой предельного значения относительной доли реструктурированных закладных в общем составе пула и / или введением требования о сохранении средних показателей по пулу в целом.

#### **Практические сложности включения концепции Допустимой реструктуризации**

Несмотря на юридическую возможность отразить в эмиссионной и договорной документации описанный в предыдущем пункте подход, его реализация может вызвать следующие практические сложности:

- Как мы писали ранее, для сбора и анализа информации о включенных в пул закладных, в отношении которых осуществлялась реструктуризация, система данных сервисного агента должна позволять отслеживать как факт наличия реструктурированных закладных, так и параметры таких реструктуризаций в автоматическом режиме. Мы сомневаемся, что на данный момент крупные (особенно государственные) оригинаторы смогут осуществлять мониторинг параметров реструктуризаций в автоматическом режиме на больших портфелях. Это в свою очередь может привести к нежеланию сервисных агентов отслеживать закладные, в отношении которых была совершена Допустимая реструктуризация, в «ручном режиме», а также менять и перенастраивать системы данных таким образом, чтобы иметь возможность отслеживать закладные, в отношении которых была осуществлена Допустимая реструктуризация, в автоматическом режиме. Для некоторых оригинаторов будет легче

просто выкупить все реструктурированные закладные как неприемлемые.

- Сервисные агенты, а также инвесторы должны иметь инструментарий, чтобы проверять, сколько реструктуризаций подпадают под критерии Допустимой реструктуризации и соблюдены ли параметры Допустимой реструктуризации, а это потребует доработки отчета сервисного агента. Сервисный агент должен будет отдельно предоставлять в своем отчете информацию по реструктурированным закладным и их параметрам, но, как было сказано выше, обрабатывать и анализировать такую информацию большинство сервисных агентов на данный момент могут только «в ручном режиме». Более того, может потребоваться специальный аудит, чтобы удостовериться, что сервисный агент предоставил инвесторам и ипотечному агенту релевантную и верную информацию о количестве и параметрах реструктурированных закладных.

- Концепция Допустимой реструктуризации в отношении портфеля, переданного ипотечному агенту, имеет смысл, только если оригинатор хочет сохранить объем сделки с учетом потенциально большого количества ожидаемых им в будущем реструктуризаций. Если у оригинатора изначально не стояла цель по сохранению объема сделки, введение концепции Допустимой реструктуризации после передачи пула ипотечному агенту может быть неоправданным.

#### **Мировой опыт**

Мировой опыт показывает, что ограничение критериев приемлемости закладных по определенному набору параметров является общепринятой практикой, в том числе применительно к реструктуризациям. Принцип, используемый в международных сделках, заключается в том, что изменение неких изначально заданных параметров закладных в пуле, например уровня просроченной задолженности, в большинстве случаев может являться триггером для изменения процентной ставки по ценным бумагам. В связи с этим в эмиссионную и договорную документацию можно включать какие угодно ограничения, в том числе относительно реструктуризаций, если это

в интересах инвесторов и если это можно описать. Однако основной вопрос для российских сделок заключается не в том, каким образом изменение тех или иных параметров можно описать, а каким образом их можно посчитать.

Для профессионального инвестора вопрос об изменении параметров закладных в результате реструктуризации и их влиянии на ипотечные ценные бумаги — это вопрос возможности расчета изменений, которые произойдут с ипотечными ценными бумагами в результате изменения тех или иных параметров реструктурированных закладных. Основной практический вопрос, на наш взгляд, заключается в том, что именно будет легче посчитать применительно к реструктуризации, если она станет обязательной, для российских сделок секьюритизации и будут ли доступны соответствующие данные, чтобы это можно было посчитать.

Например, в стандартах американских ипотечных агентств (Fannie Mae и Freddie Mac) некоторые виды изменений параметров ипотечного кредита не считаются реструктуризацией, то есть не подпадают под критерии тех событий, которые запускают определенные обязанности у сторон сделки в отношении изменения доходности ценных бумаг или обязанности выкупить их у секьюритизационного SPV. Стандарты также содержат параметры того, какая реструктуризация может быть приемлемой для целей оставления закладных в пуле. Применительно к российским сделкам такая идея могла бы быть рабочей, если бы в открытом доступе имела статистика по ипотечным портфелям originаторов. Анализ такой статистики мог бы лечь в основу формирования критериев для допустимой реструктуризации или же, наоборот, стать основанием для признания тех или иных реструктурированных закладных неприемлемыми. В отсутствие статистических данных по российским портфелям сторонам сделки может быть тяжело договориться о том, что считать реструктуризацией, а что нет. Именно поэтому в качестве базового сценария рассматривается ситуация, когда реструктурированной закладной считается любая закладная, которая подпадает под опре-

деление реструктуризации в Положении ЦБ РФ № 590-П. В связи с этим в российских реалиях сторонам следует в каждом конкретном случае договариваться, что считать реструктуризацией, а что нет применительно к портфелю конкретного originатора.

Вне зависимости от принятия Закона о реструктуризации и присоединения к Стандарту ответственного ипотечного кредитования считаем крайне важным для всех originаторов как можно раньше начинать вести статистику по реструктуризации ипотечных кредитов и адаптировать для этого свои базы данных и IT-системы, что позволит в дальнейшем отслеживать поведение реструктурированных закладных в автоматическом режиме.

Тем не менее, пока отбор реструктурированных закладных в соответствии с параметрами Допустимой реструктуризации после их продажи может осуществляться преимущественно «в ручном режиме», предлагаем рассмотреть те механизмы по адаптации подходов к учету реструктурированных закладных, которые можно будет отследить российским originаторам в автоматическом режиме.

#### **Предельное значение относительной доли реструктурированных закладных в составе пула**

На данный момент одним из активных используемых способов адаптации условий сделок секьюритизации к обязательной реструктуризации является установление допустимого значения относительной доли реструктурированных закладных в составе портфеля. В документации по сделке может быть указано, что реструктурированные закладные подлежат обратному выкупу originатором, только если относительная доля реструктурированных закладных в составе портфеля превышает определенное значение. Обязательство originатора по обратному выкупу реструктурированных закладных в данном случае будет применимо лишь в том объеме, который необходим для возврата значения относительной доли реструктурированных закладных в рамках установленных пределов. Значение относительной доли реструктурированных закладных может быть рассчитано на ос-

новании доли остатка основного долга по таким закладным в составе общего остатка основного долга по портфелю.

В целом, подобный подход не является инновационным для российского рынка. Однако в случае введения обязательной реструктуризации количество реструктурированных закладных может значительно возрасти, что ускорит процесс достижения допустимого лимита реструктурированных закладных, необходимости выкупа закладных сверх установленного лимита и ускоренной амортизации ипотечных ценных бумаг.

Однако мы не исключаем, что в будущем данный подход может быть адаптирован к новым реалиям путем его использования в комбинации с концепцией Допустимой реструктуризации ипотечных кредитов, параметры которых были изменены уже после передачи секьюритизационному SPV. Как указано выше, при аккуратном применении концепции Допустимой реструктуризации степень рисков наличия реструктурированных закладных в составе портфеля может быть снижена за счет того, что критерии Допустимой реструктуризации будут позволять сохранять в составе портфеля лишь те кредиты, изменение параметров которых не является критичным, а факт наличия реструктуризации сделает расчет соответствующего кредита более предсказуемым в связи с утратой заемщиком права повторно обратиться с заявлением о проведении обязательной реструктуризации.

Если предельное допустимое значение доли реструктурированных закладных в составе портфеля будет применяться только к тем закладным, которые были реструктурированы с соблюдением критериев Допустимой реструктуризации, значение такого предела может быть увеличено по сравнению со сделками, в которых данный предел применяется к любым случаям реструктуризации. В качестве дополнительной опции условия сделки секьюритизации могут также предусматривать отдельные лимиты для реструктурированных закладных, соответствующих критериям Допустимой реструктуризации, и прочих реструктурированных закладных.

Как указано выше, возможность посчитать соответствующие параметры Допустимой реструктуризации для больших портфелей возникнет только после появления у originаторов технической возможности собрать в автоматическом режиме и проанализировать информацию о поведении реструктурированных закладных за определенный период, что на данный момент может быть невозможно, однако на будущее считаем такую опцию предпочтительной.

#### **Сохранение средних показателей по пулу при превышении предельного значения относительной доли реструктурированных закладных**

Встает вопрос о способе, который поможет нивелировать отрицательные последствия ускорения амортизации пула в случае увеличения количества обратно выкупленных реструктурированных закладных в реалиях текущих технических возможностей большинства российских originаторов. В качестве такой опции, позволяющей originатору сохранить максимальное число закладных в составе пула, можно рассмотреть применение указанных выше механизмов Допустимой реструктуризации и соблюдения лимита реструктурированных закладных в совокупности с требованием о поддержании средних показателей по пулу. Например, такими средними показателями по пулу могут быть средняя процентная ставка по пулу, средний размер регулярного платежа и средний остаточный срок кредитов в пуле.

Указанная комбинация может быть использована следующим образом:

- в документации по сделке будет указан определенный допустимый лимит реструктурированных закладных в пуле;
- обязательство originатора осуществить обратный выкуп реструктурированных закладных при превышении допустимого лимита таких закладных в составе пула будет вступать в силу только в тех случаях, когда определенные средние показатели по пулу будут отклоняться от заданных значений свыше допустимого предела, например:
  - средний остаточный срок кредита по пулу закладных увеличивается более чем на X дней;

- средняя процентная ставка по пулу снижается более чем на X%; или даже
- средний размер ежемесячного платежа по пулу снижается более чем на X рублей.

Если указанные выше лимиты по пулу в целом не нарушаются, реструктурированные закладные могут быть сохранены в составе пула.

Как разновидность описанной выше опции можно также допустить реструктуризацию закладных в портфеле с открытым лимитом реструктурированных закладных при сохранении средних показателей пула в целом, если их расчет не потребует «вычленения» и анализа данных по отдельным закладным в пуле. Как указано выше, такими показателями, которые рассчитываются в автоматическом режиме по всему портфелю, могут быть средняя процентная ставка по пулу и средний остаточный срок кредитов в пуле.

В США и Европе подход к изменению параметров пула работает так: если инвестор согласился на доход по ценной бумаге, равный X, и этот доход сохраняется, то нет ограничений по изменению кредитов в пуле. Однако если риски инвестора ввиду изменения кредитов в пуле увеличиваются, то инвестор может потребовать повысить ставку по ценной бумаге либо досрочно погасить такую бумагу. Считаем, что можно попробовать частично адаптировать такой подход и к российским реалиям, используя описанную выше комбинацию установления общего лимита реструктурированных закладных в сочетании с правилом о сохранении неких заданных параметров пула в целом, которые будет возможно рассчитать в автоматическом режиме, и такой расчет будет понятен инвестору.

### **Заключение**

Возможность реализации любого из указанных выше механизмов по отдельности или в сочетании друг с другом с юридической точки зрения не вызывает предварительных сомнений. При этом реализация указанных выше подходов может столкнуться с рядом практических сложностей.

Как описано выше, использование концепции Допустимой реструктуризации на стадии формирования пула может быть

труднореализуемым в связи с вероятным отсутствием технической возможности автоматического отбора ипотечных кредитов, соответствующих критериям Допустимой реструктуризации.

Бесспорно, аналогичная проблема является актуальной и в случае применения Допустимой реструктуризации после передачи пула секьюритизационному SPV. Однако если на стадии формирования пула данный отбор все еще может быть осуществлен в «ручном режиме», то ручное отслеживание соответствия реструктуризации закладных критериям Допустимой реструктуризации после передачи пула может стать значительно более сложной задачей, так как фактически такую проверку будет необходимо осуществлять в «ручном режиме» в течение всего срока жизни ипотечных ценных бумаг.

Невозможность автоматического отслеживания количества допустимых реструктуризаций также повлечет за собой и невозможность автоматического расчета параметров таких реструктуризаций в составе портфеля. В подобных условиях применение указанных выше подходов может быть ограничено отсутствием возможности или нежеланием сервисных агентов отслеживать закладные, в отношении которых была совершена Допустимая реструктуризация, «в ручном режиме» или изменять свои системы хранения и фиксации данных об ипотечных кредитах, чтобы иметь возможность отслеживать закладные, в отношении которых была осуществлена Допустимая реструктуризация, в автоматическом режиме.

Тем не менее на данный момент в автоматическом режиме возможно отследить изменения неких средних показателей по пулу в целом. Это означает, что реструктурированные закладные могут оставаться в пуле и не выкупаться либо до тех пор, пока не превышено предельное значение относительной доли реструктурированных закладных в составе пула, либо пока сохраняются средние показатели по пулу, в том числе при превышении предельного значения относительной доли реструктурированных закладных. С юридической точки зрения также не видим препятствий для отражения данного подхода в документации по сделке.

Таблица 1. Обзор правил реструктуризации ипотечных кредитов в развитых странах

Обязательность	Регулирование на уровне законодательства	Регулирование на уровне отраслевых стандартов
<b>США</b>		
Условная	<b>Общий комментарий:</b> На уровне законодательства реструктуризация не является обязательной.	<b>Общий комментарий:</b> Кредиторы рассматривают возможность реструктуризации, но не обязаны ее совершать, если считают ее нецелесообразной. Стандарты Сервисного обслуживания ипотечных кредитов ипотечных агентств Freddie Mac и Fannie Mae не содержат прямого обязательства осуществить реструктуризацию ипотечного кредита по запросу заемщика при любых обстоятельствах. При этом: <ul style="list-style-type: none"> <li>• кредитор не вправе инициировать обращение взыскания на предмет ипотеки в судебном порядке без согласия соответствующего ипотечного агентства. При отправке запроса на получение такого согласия кредитор или сервисный агент должен подтвердить исчерпание всех возможных мер урегулирования задолженности во внесудебном порядке;</li> <li>• если ипотечное агентство посчитает, что кредитор не исчерпал все доступные опции досудебного урегулирования, например не предложил заемщику осуществить реструктуризацию ипотечного кредита, ипотечное агентство вправе отказать в инициировании обращения взыскания в судебном порядке и обязать кредитора осуществить дополнительные попытки урегулировать задолженность во внесудебном порядке, например предложить рассмотреть возможность реструктуризации кредита; и</li> <li>• ипотечное агентство вправе дать согласие на обращение взыскания без осуществления реструктуризации в том случае, если кредитор подтвердит, что осуществление реструктуризации нецелесообразно. Стандарты не содержат фиксированных критериев для подобных случаев, в связи с чем невозможность реструктуризации оценивается кредитором в каждом конкретном случае.</li> </ul>
<b>Великобритания</b>		
Условная	<b>Общий комментарий:</b> На уровне законодательства реструктуризация не является обязательной. В Великобритании также действует Протокол о мерах досудебного урегулирования споров в отношении ипотеки жилых помещений (Pre-Action Protocol for Possession Claims based on Mortgage or Home Purchase Plan Arrears in Respect of Residential Property, далее «Протокол»).	В 2003 году Управление по финансовому регулированию и надзору (Financial Conduct Authority) Великобритании приняло специальный документ о правилах поведения участников рынка ипотечного кредитования (Mortgages and Home Finance: Conduct of Business Sourcebook, далее MCOB). MCOB не является законом, однако соблюдение его положений является рыночной практикой. <b>Реструктуризация:</b> В соответствии с MCOB кредиторы обязаны: <ul style="list-style-type: none"> <li>• справедливо относиться к заемщикам, допустившим наличие просроченной задолженности;</li> <li>• приложить разумные усилия для того, чтобы договориться с заемщиком о возможных способах реструктуризации;</li> <li>• согласовать реструктуризацию при отсутствии мотивированных причин для отказа; и</li> <li>• документировать процесс рассмотрения заявления заемщика, чтобы иметь возможность доказать соблюдение положений MCOB.</li> </ul> <b>Обращение взыскания:</b> Кредиторы не должны инициировать процедуру обращения взыскания на предмет ипотеки до тех пор, пока они не предпримут все разумные попытки для урегулирования просроченной задолженности иными методами, в первую очередь, посредством рассмотрения возможности реструктуризации ипотечного кредита (ст. 13.3.9).
<b>Германия</b>		
Нет	<b>Общий комментарий:</b> Кредитор не обязан рассматривать возможность реструктуризации. Вместо изложения подробных требований о реструктуризации и иных способов урегулирования проблемной задолженности немецкий подход в данном вопросе в большей степени сконцентрирован на ограничениях в отношении выдачи ипотечных кредитов. Недавние изменения в Гражданском кодексе ФРГ внесли более строгие правила в части обязательств кредиторов обеспечить, чтобы на момент предоставления ипотечного кредита заемщик соответствовал критериям платежеспособности, а предмет ипотеки имел надлежащую оценку рыночной стоимости, соразмерную сумме кредита. В связи с этим немецкое законодательство не содержит строгого запрета на судебное урегулирование проблемной задолженности по ипотечным кредитам без предшествующей реструктуризации или попытки ее осуществить. Однако в случае немотивированного отказа кредитора в осуществлении реструктуризации действия кредитора могут быть потенциально оспорены как «недобросовестные» на основании общих гражданско-правовых обязательств о добросовестном поведении сторон экономических отношений.	

Обязательность		Регулирование на уровне отраслевых стандартов
Европейский союз		
Нет	<p><b>Общий комментарий:</b> процедура реструктуризации является рекомендуемой при наличии определенных критериев. Европейский центральный банк принял «Рекомендации банкам в отношении просроченной задолженности», в которых указаны следующие рекомендуемые меры урегулирования просроченной задолженности:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• взаимодействие с заемщиком (в случае просрочки менее 90 дней);</li> <li>• реструктуризация (в случае достаточной кредитоспособности заемщика: рассчитывается в соответствии с критериями, указанными в рекомендациях);</li> <li>• судебное взыскание (также при соблюдении определенных критериев).</li> </ul> <p>Для каждой из мер перечислен ряд возможных инструментов, а также критерии, при которых рекомендуется использование той или иной меры. При этом банки должны принимать решение в отношении каждого кредита в индивидуальном порядке в зависимости от конкретных обстоятельств.</p>	
Обязательность		Регулирование на уровне законодательства
Австралия		
Условная	<p><b>Общий комментарий:</b> Кредиторы рассматривают возможность реструктуризации, но не обязаны ее совершать, если считают ее нецелесообразной.</p> <p><b>Реструктуризация:</b> Кредитный кодекс Австралии, имеющий статус закона, предусматривает следующую процедуру урегулирования проблемной задолженности по ипотечным кредитам:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• заемщик вправе направить кредитору уведомление (hardship notice, Уведомление о финансовых трудностях);</li> <li>• кредитор обязан рассмотреть такое уведомление и принять одно из следующих решений: <ul style="list-style-type: none"> <li>– осуществить реструктуризацию кредита на согласованных с заемщиком условиях; и</li> <li>– отказать в осуществлении реструктуризации.</li> </ul> </li> </ul> <p>В примечании к применимой статье кодекса прямо указано, что кредитор не обязан осуществлять реструктуризацию. В частности, в кодексе прямо указано право кредитора отказать в реструктуризации, если кредитор не видит уважительной причины для неисполнения заемщиком своих обязательств (например, болезнь или потеря работы) и имеет основания полагать, что реструктуризация не будет способствовать исполнению заемщиком своих обязательств. Отказ в осуществлении реструктуризации может быть оспорен в суде.</p> <p><b>Обращение взыскания:</b> Кредитор не имеет права инициировать процедуру обращения взыскания на предмет ипотеки в отношении заемщика, направившего ему Уведомление о финансовых трудностях, если кредитор не рассмотрел просьбу заемщика о реструктуризации (на которую, как указано выше, кредитор вправе ответить отказом).</p>	
Ирландия		
Условная	<p><b>Общий комментарий:</b> Кредиторы рассматривают возможность реструктуризации, но не обязаны ее совершать, если считают ее нецелесообразной.</p> <p>В 2013 году Центральный банк Ирландии утвердил «Кодекс поведения в отношении просроченной задолженности по ипотечным кредитам» (Code of Conduct on Mortgage Arrears 2013, далее Кодекс). Кодекс обязует кредиторов принять специальный внутренний акт о порядке обслуживания просроченной задолженности по ипотечным кредитам (Mortgage Arrears Resolution Process).</p> <p>В соответствии с Кодексом, в случае возникновения у заемщиков финансовых трудностей Кредитор обязан:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• рассмотреть возможность предложения заемщику всех возможных альтернативных способов погашения задолженности (в качестве опций предлагаются: постоянное или временное снижение процентной ставки; отсрочка платежей по основному долгу, увеличение срока кредита и др.); и</li> <li>• если кредитор сочтет, что финансовое состояние заемщика не является устойчивым и альтернативный способ погашения не является приемлемым, предоставить заемщику письменный мотивированный отказ от реструктуризации.</li> </ul> <p>При этом кредиторы обязаны документировать процесс рассмотрения каждого конкретного случая, в том числе фиксировать причины принятия решений. Заемщик может оспорить решение об отказе в специальном апелляционном комитете кредитора (именно кредитора, не Центрального банка).</p>	



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2019

Инфраструктура рынка  
секьюритизации

# «Переход на электронную закладную ускорит, упростит и удешевит организацию сделки секьюритизации»

Дискуссия участников рынка депозитарного обслуживания

**Г**енеральный директор ЗАО ВТБ Специализированный депозитарий Илья Фомичев и исполнительный директор отдела депозитарного обслуживания Райффайзенбанка Евгения Климова обсудили в рамках дискуссии для «Энциклопедии секьюритизации – 2019», какие перспективы принесет рынку внедрение электронной закладной, каковы возможности Децентрализованной депозитарной системы на основе платформы Мастерчейн, как можно оценить первый опыт принятия на учет электронных закладных и насколько безопасно учитывать их в депозитарии.

Как вы оцениваете перспективы появления электронной закладной на рынке ипотечного кредитования в целом и для специализированного депозитария как игрока на рынке оказания услуг спецдепозитарного обслуживания?



**Илья Фомичев, генеральный директор, ЗАО ВТБ Специализированный депозитарий**

— Ипотечный рынок в целом готов к переходу на выдачу ипотечных кредитов онлайн. Сегодня банками и клиентами освоено удобство открытия счетов и получения потребительских кредитов онлайн. Техническая платформа для перехода на электронное оформление ипотеки подготовлена.

Для ипотечного рынка положительный эффект от появления электронной закладной будет заключаться не только в ускорении процесса проведения ипотечной сделки между заемщиком и банком, но и в удешевлении обслуживания ипотечного кредита за счет сокращения объема бумажного документооборота, что также будет способствовать привлечению большего количества заемщиков.

Что касается секьюритизации закладных, то переход на электронную закладную позволит упростить работу с большими пулами



ипотечных кредитов. На сегодняшний день для секьюритизации ипотечных кредитов банку — оригинатору сделки необходимо по каждому кредиту, входящему в пул, подобрать досье на бумажном носителе, в которое входят как минимум закладная и кредитный договор, и передать их на хранение в Депозитарий, что приводит как к временным, так и к финансовым затратам. Кроме того, до принятия окончательного решения о включении закладной в пул в обязательном порядке должно быть проверено ее заполнение на соответствие требованиям законодательства, что в ситуации с бумажной закладной связано с аналогичными вышеперечисленными затратами.

Таким образом, переход на электронную закладную ускорит, упростит и удешевит организацию сделки секьюритизации для ее участников, упростит доступ банков-оригинаторов к привлечению долгосрочного фондирования через выпуск ипотечных ценных бумаг и в конечном счете увеличит количество сделок секьюритизации на рынке ипотечного кредитования.

Специализированные депозитарии как обязательные участники сделок секьюритизации ипотечных кредитов, обеспечивающие учет и контроль за ведением реестра ипотечных покрытий, крайне заинтересованы в увеличении выдачи ипотечных кредитов, чему и будет способствовать переход на выпуск электронных закладных.



**Евгения Климова, исполнительный директор отдела депозитарного обслуживания, Райффайзенбанк**

— Электронные закладные уже появились на рынке в рамках пилотных проектов (например, Райффайзенбанк выпустил первую электронную закладную, которая учитывается в ДДС).

Принимая во внимание, что проект по внедрению электронной закладной объединил много кредитных организаций, включая крупнейших игроков на рынке ипотеки (также в проекте активно участвовали Центральный банк, Росреестр, Минэкономразвития, ДОМ.РФ), развитие рынка электронных закладных и постепенное замещение ими физических ценных бумаг на данный момент является практически бесспорным. Вопрос в том, когда степень готовности участников рынка, законодательства и инфраструктуры позволит достичь выпуска в массовом масштабе.

Специализированные депозитарии, которые также активно участвуют в проекте по развитию электронной закладной, безусловно, будут работать с этими ценными бумагами и, по сравнению с физическими закладными, смогут значительно оптимизировать и удешевить процессы учета закладных для ипотечного покрытия.

**В настоящее время разрабатывается и внедряется децентрализованная депозитарная система (ДДС), единая платформа Мастерчейн для всех крупных финансовых организаций. Насколько система удобна технологически? Выскажите мнение о внедряемой системе.**

**Евгения Климова**

— ДДС на платформе Мастерчейн состоит из сети узлов участников (нод), на которых хранится информация о закладных. При этом в публичной области сети содержится информация о регистрационном номере закладной и депозитарии, в котором она хранится. Вся остальная информация надежно защищена и доступна только депозитарию, в котором хранится или учитывается закладная.

Преимущество платформы на базе блокчейна заключается в том, что все заинтере-

сованные стороны — регулятор, банк или, возможно в будущем, залогодатель — в любой момент могут узнать все этапы жизни закладной, зачисление на счета депо, изменения, вносимые в закладную, переход прав собственности на закладную. ДДС является одновременно системой депозитарного учета и каналом передачи информации между участниками рынка, депозитариями и специализированными депозитариями.

В рамках пилотной сделки по выпуску электронной закладной Райффайзенбанк

среди прочего убедился в том, что зачисление закладной на счета депо прошло полностью автоматически по завершении регистрационных действий Росреестром. В будущем при массовом выпуске электронных закладных это позволит депозитариям обрабатывать большие объемы операций без существенных операционных затрат.

#### **Илья Фомичев**

— ДДС на платформе Мастерчейн обеспечит надежность и безопасность хранения и получения электронных закладных специализированными депозитариями из Росреестра, обеспечит электронное взаимодействие с другими участниками ипотечных сделок, увеличит скорость проведения операций, связанных с учетом

электронных закладных, повысит эффективность работы с ними. Данная технология внедряется на межсетевом пространстве, как принято в мировой практике, то есть обмен документами между участниками происходит в закрытом межсетевом зашифрованном пространстве, где каждый участник проверяет валидность совершаемых операций других участников. Таким образом, у клиентов появится возможность получить новую качественную услугу в данном секторе финансового рынка.

Насколько система удобна технологически, можно будет судить, когда участники ДДС начнут активно ее использовать, загружая одновременно большие массивы данных по закладным, осуществляя переводы закладных.

## Необходимы ли дополнительные действия со стороны регулятора для внедрения электронной закладной, или законодательная база готова?

#### **Илья Фомичев**

— Регулятор активно взаимодействует с участниками рынка и рассматривает все предложения и поступающие вопросы относительно перехода ипотечного рынка на учет и обслуживание электронных закладных. Уже в 2018 году были приняты поправки в российское законодательство и, соответственно, были приняты депозитариями на учет и хранение первые электронные закладные. При необходимости регулятор рассмотрит новые предложения и поспособствует

в развитии данного сектора финансового рынка.

#### **Евгения Климова**

— В рамках проекта была проведена огромная работа по изменению законодательства, тем не менее пробелы еще остаются. Сейчас Банк России их активно устраняет. Пока банки, занимающиеся пилотными проектами с электронными закладными, получают от ЦБ РФ разъяснения, как корректно вести учет по таким сделкам и не нарушать законодательство.

## В 2018 году в России были выпущены первые электронные закладные на блокчейн-платформе. Как вы оцениваете этот опыт?

#### **Евгения Климова**

— В сентябре 2018 года Райффайзенбанк выпустил первую электронную закладную, запись о которой хранится в Децентрализованной депозитарной системе (ДДС) на национальной блокчейн-платформе Мастерчейн. Проект по созданию ДДС на Мастерчейн реализован Ассоциацией ФинТех (АФТ) совместно с Банком России, Росреестром и крупнейшими ипотечными банками.

Этот пилот стал очень важным проектом для банка и для рынка в целом, и, несмотря на то что подготовка к пилоту заняла довольно долгое время и потребовала много ресурсов, мы оцениваем этот проект как очень успешный. Выпуск электронной закладной стал важным этапом в процессе инновационного развития банковских продуктов и позволил проанализировать особенности бизнес-процессов при работе с электронными закладными.

ми, а также оценить, какие доработки в системах банка, нормативных и законодательных актах могут быть необходимы для полного перехода на электронные закладные и ДДС.

#### **Илья Фомичев**

— Опыт работы на блокчейн-платформе в настоящее время невозможно оценить из-за отсутствия доработанной и узаконенной регулятором ДДС.

В январе 2019 года наша организация приняла на учет и хранение первую электронную закладную из органа регистрации прав по системе межведомственного электронного взаимодействия. Благодаря этому опыту можно принять на вооружение все аспекты законодательной и технической базы для обслуживания нового продукта, а также использовать его для дальнейшей доработки и установки рабочей версии ДДС.

## Будут ли специализированные депозитарии учитывать электронные закладные только в рамках своей группы компаний, или такая возможность будет представлена на финансовом рынке для широкого спектра участников?

#### **Илья Фомичев**

— У специализированных депозитариев есть заинтересованность в привлечении клиентов — финансовых организаций. Поскольку в будущем будет использоваться единая ДДС для учета электронных закладных, то у компаний появится возможность взаимодействовать с другими депозитариями хранения и депозитариями учета на базе технологии блокчейн, то есть в режиме онлайн обмениваться информацией по учету, хранению и секьюритизации закладных между участниками рынка. Специализированные депозитарии в пер-

спективе рассматривают возможность значительно расширить предоставление своих услуг по учету и обслуживанию электронных закладных за пределы группы, привлекая различные кредитные организации.

#### **Евгения Климова**

— Предположу, что стратегии специализированного депозитария не зависят от того, в каком виде переданы закладные для учета. Райффайзенбанк не планирует ограничивать услуги по хранению электронных закладных только в рамках своей группы компаний.

## Насколько безопасно и надежно для залогодержателя учитывать электронные закладные в специализированном депозитарии?

#### **Илья Фомичев**

— Специализированными депозитариями используется ряд информационных технологий, которые гарантированно обеспечивают целостность, конфиденциальность и достоверность электронных закладных, среди них:

- использование защищенного сертифицированными средствами криптографической защиты информации (СКЗИ) канала получения электронных закладных от Росреестра через систему межведомственного электронного взаимодействия (СМЭВ);
- обработка и хранение электронных закладных на изолированных от открытых

информационных сетей серверах с использованием средств защиты информации, предусмотренных стандартами по защите финансовой информации.

#### **Евгения Климова**

— Электронные закладные приближаются по своим параметрам к остальным бездокументарным ценным бумагам, права на которые удостоверяются записью по счету депо. В этом смысле хранить электронную закладную в депозитарии или специализированном депозитарии так же безопасно и надежно, как все прочие ценные бумаги.



**Анна ЗАЙЦЕВА,**  
генеральный директор,  
ДК «Регион»

## Блокчейн для депозитариев

**Т**ехнологии стремительно меняют не только нашу повседневную жизнь, но и наш рынок, наш бизнес. Это неоспоримый факт. И сейчас как никогда верны слова Льюиса Кэрролла из «Алисы в стране чудес»: «Надо бежать изо всех сил, чтобы только оставаться на месте. А если хочешь попасть куда-нибудь, надо бежать еще быстрее».

Каждый банк, каждый депозитарий, каждый брокер старается автоматизировать процессы, сделать их максимально технологичными, современными и удобными для клиентов. Цель очевидна — снижение издержек без повышения рисков в условиях стремительно сокращающейся маржи от операций и одновременно формирование лояльности клиента. Для этого нужно предугадать его потребности, предложить то, до чего не додумались другие (а может, и сам клиент). Это постоянный поиск чего-то нового и оперативное внедрение этого в бизнес-процессы.

В последние несколько лет огромную популярность приобрела технология блокчейн, основанная на принципах распределенной базы данных. Применение ее весьма разнообразно. Это и банковская сфера, и медицина, и нотариат, юри-

дическая и правовая отрасли и другие сферы жизни и бизнеса. Мои коллеги из «Региона» в конце 2018 года провели первую в мире сделку РЕПО с использованием технологии блокчейн. Но все же на финансовом рынке можно пока говорить не о массовом ее применении, а о пилотных проектах.

Учетная инфраструктура не осталась в стороне от моды и примерила блокчейн на себя. Действительно, если проанализировать суть реализованных проектов в мире и плюсы этой технологии, можно сделать вывод, что основная сфера применения — это хранение информации, обеспечение ее доступности, целостности и гарантий неизменности. Такая технология идеально подходит для внедрения в учетных институтах.

### **БЛОКЧЕЙН ДЛЯ ДЕПОЗИТАРИЕВ — ДДС**

Один из масштабных по ожиданиям проектов применения технологии блокчейн, о котором пойдет речь далее, реализован Ассоциацией «Финтех». На базе платформы Мастерчейн разработана Децентрализованная депозитарная система (ДДС) для учета электронных залоговых. В проект вошли крупнейшие банки, занимающиеся



Рисунок 1  
Схема работы  
при использовании ДДС

Источник:  
Ассоциация «Финтех»

ипотекой, и крупнейшие депозитарии, оказывающие услуги по депозитарному учету закладных.

Схема работы при использовании ДДС представлена на Рисунке 1. Каждый депозитарий в системе является нодой, хранящей информацию.

Заемщик и банк оформляют электронную закладную в соответствии с законом «Об ипотеке» и утвержденными форматами. Это может быть новая, только что выданная ипотека или же ипотека, выданная ранее. А может даже переоформление документарной закладной. Документы в электронном виде направляются в Росреестр. В электронной закладной указываются счета депо, открытые в депозитариях хранения и учета, на которые должна быть зачислена закладная. Следует отметить, что один депозитарий может совмещать обе эти функции.

Ранее я довольно подробно описывала функционал обоих депозитариев, подробно останавливаясь на этом не буду<sup>1</sup>. Отмечу лишь, что с Росреестром должно быть налажено взаимодействие только у депозитария хранения. Оно происходит через систему межведомственного электронного взаимодействия (СМЭВ 3.0), к которой депозита-

рий должен быть подключен. Посредством СМЭВ Росреестр направляет депозитарию хранения запрос на проверку возможности зачисления закладной. Он попадает в ДДС, где происходит его автоматическая регистрация и обработка. Смарт-контракты, настроенные в ДДС, проверяют наличие открытых счетов депо как у депозитария хранения, так и у депозитария учета (если они отличаются), и формируют ответ в Росреестр в соответствии с утвержденной формой.

Вся обработка происходит автоматически и не требует участия специалистов депозитария. То есть в ДДС будут сформированы все необходимые документы, в том числе требуемые во взаимодействии между депозитариями хранения и учета. В случае положительного ответа депозитария хранения Росреестр осуществляет выдачу закладной и направляет соответствующее сообщение в депозитарий хранения. К сообщению прикладывается закладная, подписанная усиленной квалифицированной электронной подписью (УКЭП) регистратора. Документы поступают в ДДС, проверяются (в том числе валидность УКЭП регистратора), автоматически регистрируются, и закладная зачисляется на соответствующие счета.

Аналогичным образом автоматизированы остальные операции, связанные со взаимодействием с Росреестром: аннулирование закладной и внесение изменений в электронную закладную.

<sup>1</sup> См. Депозитарный учет закладных: «старая песня о главном», Энциклопедия российской секьюритизации 2018.

Таким образом, может быть достигнута ситуация, когда специалист депозитария заходит в ДДС один раз в день, чтобы сформировать отчеты для клиентов по выпущенным и погашенным закладным. Или вообще не заходит? Может быть, и это будет делать робот? Конечно, на первоначальном этапе мы, депозитарии, участвующие в первых сделках, предпочитаем наблюдать за процессом. Когда все операции будут неоднократно повторяться и каждый депозитарий убедится, что смарт-контракты не ошибаются, в отличие от людей, идеал автоматизации будет достигнут.

Безусловно, в ДДС реализованы операции перевода закладных по счетам депо и операции смены депозитария хранения и /или депозитария учета. Будет реализована возможность импорта клиентских поручений. Таким образом, степень автоматизации таких операций будет зависеть от каждого депозитария.

Очевидно, что использование Децентрализованной депозитарной системы обеспечивает целостность данных и однозначное соответствие остатков закладных на счетах депозитария хранения и соответствующего депозитария учета. Сверка остатков двух учетных институтов становится формальностью. Тем не менее процесс сверки в системе реализован с фиксацией результатов и возможностью их печати. Безусловно, автоматически.

### **ДОСТИГНУТЫЕ И ОЖИДАЕМЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА**

ДДС призвана объединить учет всех электронных закладных, хранящихся в разных депозитариях в рамках одной системы. Фактически мы получим единую систему учета электронных закладных. Это дает клиентам — владельцам закладных следующие преимущества.

- Единые форматы и стандарты обслуживания электронных закладных у всех депозитариев. Для клиента, работающего с несколькими депозитариями, в значительной степени упростится процедура взаимодействия. Упростится формирование поручений. Отчеты будут в едином формате, и их можно будет обрабатывать автоматически.
- Значительное удешевление депозитарных услуг для клиента ввиду снижения

транзакционных издержек депозитариев при условии достижения «идеала автоматизации».

- Простота смены депозитария. Сменить депозитарий (и депозитарий хранения, и депозитарий учета) клиенту технически будет очень просто. Это приведет к высокой конкуренции депозитариев и, как следствие, повышению качества оказываемых услуг для клиента.

- Простота продажи закладных, в том числе при секьюритизации. Учет всех закладных в ДДС, на блокчейне, обязательная проверка УКЭП регистратора при приеме электронной закладной будут способствовать повышению доверия контрагентов по сделке. Покупатель будет уверен, что приобретаемые им закладные действительны, выпущены, не аннулированы, не содержат ошибок, не обременены и не арестованы, принадлежат продавцу. Необходимость в проведении аудита приобретаемых закладных отпадет, что снизит затраты по сделке. Переход прав будет происходить путем перевода по счетам депо в ДДС. Сделку можно будет реализовать в кратчайшие сроки.

Каждый из обозначенных пунктов по сути говорит о снижении издержек для владельца закладной.

Деятельность депозитария по учету электронной закладной становится для регулятора абсолютно прозрачной и контролируемой. В любой момент регулятор может сформировать нужный отчет и получить интересующие его сведения.

А что же получает депозитарий? Депозитарий как таковой, если это не депозитарий хранения при банке, выдавшем закладную, получает импульс к развитию. Конечно, произойдет снижение издержек при обслуживании электронных закладных. Но вместе с этим появится потенциально высокая конкуренция и исчезающе маленькая комиссия в перспективе. Бизнес депозитария учета фактически не будет представлять экономического интереса.

### **ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СИСТЕМЫ**

Децентрализованная депозитарная система в ее нынешнем виде и при текущем функционале может стать частью масштабной системы, развитие которой позволит иначе смотреть на наш рынок.

Прежде всего, в системе можно расширить объем хранимой информации. Представляется весьма разумным реализовать интеграцию ДДС с внутренними системами банков, выдающих ипотечные кредиты. Информация о текущих платежах по ипотеке может отражаться в системе одновременно с обработкой банком платежа. В этом случае заемщик — физическое лицо в любой момент времени будет иметь возможность видеть текущее состояние своего обязательства, быть уверенным, что банк принял очередной платеж. Особенно это актуально для заемщиков, чей банк оказался в сложных условиях. В случае, например, введения временной администрации в течение некоторого периода возникают трудности с зачислением и учетом средств, внесенных по ипотечным кредитам. Мы наблюдали такие сложности у заемщиков одного из банков, в котором была введена временная администрация. Если ипотека секьюритизирована, то проблема еще более обостряется. Фиксация информации о платеже на блокчейне позволит избежать данных неприятностей. Заемщику не придется доказывать новому кредитору свою добросовестность, она будет зафиксирована на блокчейне.

Не менее полезной данная информация будет и для покупателя пула закладных, который сможет получить объективную и достоверную информацию о приобретаемых активах, об остатках долга, наличии или отсутствии просрочек, всю историю ипотеки. Покупатель будет иметь возможность проанализировать пул, при этом вся информация, независимо от того, кем именно была выдана ипотека, будет в едином машиночитаемом формате. Формирование отчета, содержащего информацию, не повлечет значительных затрат и расходов у продавца.

По пулам, являющимся обеспечением по облигациям, такая информация будет

крайне полезна и важна для специализированного депозитария. При реализации этого сценария он сможет осуществлять контроль за ипотечным покрытием на основании актуальных данных. Пропадет необходимость в формировании и передаче распоряжений. В итоге сократятся издержки эмитента на сделку секьюритизации, повысится скорость обработки информации. Актуальная и оперативная информация может стать доступной для инвесторов и всех заинтересованных лиц.

Кто-то, возможно, сочтет такие перспективы мало реалистичными. Я неоднократно слышала о невозможности обработки платежей в таком режиме, неготовности банков передавать информацию и прочих препятствиях. Однако современные технологии позволяют эффективно решать вопросы защиты информации, а облачные защищенные хранилища делают ее доступной, создаются предпосылки для развития системы быстрых платежей.

Мечтать не вредно, как говорится. Я прекрасно помню, как более 10 лет назад представитель одного очень крупного и уважаемого банка сказал, что закладные никому не нужны и никто не будет их выписывать. Сейчас почти вся ипотека оформляется именно с использованием закладных. Лет пять назад весьма скептически воспринималась идея депозитарного учета закладных. И что мы видим сегодня? Все клиенты, которые попробовали для себя этот механизм, уже не готовы от него отказаться, даже несмотря на его казальность с начала этого года. В первую очередь они оценили простоту и скорость формирования ипотечного покрытия, удобство взаимодействия. Все меняется. Если схема эффективна, то она жизнеспособна и развивается. И это дает основание надеяться, что еще через несколько лет описанный мною функционал превратится из мечты в реальность.



**Надежда ЛЕБЕДЕВА,**  
старший юрист,  
Trewetch Group

## Актуальные аспекты работы национальной управляющей компании в сделках секьюритизации

**П**рошедший 2018 год нельзя назвать активным по количеству завершённых сделок секьюритизации. Но это обстоятельство было «компенсировано» обозначением целого ряда, на наш взгляд, важных, далеко идущих и интересных для обсуждения и юридического анализа вопросов в жизни как существующих, так и планируемых сделок. В настоящей статье мы остановимся на некоторых из этих вопросов.

### СТАТУС РЕШАЕТ ВСЕ

Весной 2018 года «прозвенел первый звонок» — по решению службы судебных приставов банком была списана со счета ипотечного покрытия сумма. Незначительная. Но внимание привлекает не размер списания, а тот факт, что сумма была списана без согласия эмитента, залогодержателей, специализированного депозитария ипотечного покрытия.

То есть оказалась возможной ситуация ареста или блокирования средств на счете ипотечного покрытия по обеспеченным ипотечным покрытием обязательствам ипотечного агента, несмотря на специальное назначение данного счета, обозначенное в договоре с банком. При этом такое требование непосредственно к банку по счету может предъявить как судебный пристав, так и взыскатель долга.

В соответствии с п. 1 ст. 3 Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ИЦБ) ипотечное покрытие могут составлять в том числе денежные средства.

При этом ипотечное покрытие признается находящимся в залоге у владельцев облигаций.

Исключение из состава ипотечного покрытия денежных средств допускается в связи с исполнением обязательств по ипотечным



ценным бумагам, приобретением обеспеченных ипотекой требований или иного имущества, которое в соответствии с Законом об ИЦБ может быть включено в состав ипотечного покрытия, а также в иных случаях, предусмотренных Законом об ИЦБ<sup>1</sup>.

Денежные средства, полученные в счет исполнения обеспеченных ипотекой обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, подлежат включению в состав ипотечного покрытия в объеме, необходимом для соблюдения установленных законом или решением о выпуске облигаций требований к размеру ипотечного покрытия<sup>2</sup>.

Решением о выпуске облигаций с ипотечным покрытием может быть предусмотрена возможность осуществления определенных расходов эмитента за счет имущества, составляющего ипотечное покрытие таких облигаций. В этом случае решение о выпуске облигаций должно содержать исчерпывающий перечень таких расходов с указанием предельного размера средств, направляемых на оплату этих расходов за счет ипотечного покрытия. Оплата указанных расходов допускается только при условии соблюдения эмитентом требований к размеру ипотечного покрытия<sup>3</sup>.

Таким образом, поскольку облигации с ипотечным покрытием обеспечиваются залогом ипотечного покрытия, денежные средства, составляющие ипотечное покрытие и, соответственно, также находящиеся в залоге по обязательствам ипотечного агента по выпущенным им облигациям, направляются только на удовлетворение требований владельцев облигаций с ипотечным покрытием, а также на осуществление операций, прямо предусмотренных решением о выпуске облигаций.

При этом расчетный счет эмитента, на котором находятся денежные средства, составляющие ипотечное покрытие (счет ипотечного покрытия), формально не имеет статуса залогового счета, институт которого был введен после принятия Закона об ИЦБ без внесения, к сожалению, соответствующих изменений в Закон об ИЦБ.

Однако все банки, в которых открыты сче-

та ипотечного покрытия, осведомлены о том, что денежные средства, находящиеся на счете ипотечного покрытия, составляют ипотечное покрытие по облигациям и тем самым обременены залогом и что расходование денежных средств со счета ипотечного покрытия требует получения согласия специализированного депозитария ипотечного покрытия, который осуществляет контроль за распоряжением имуществом, составляющим ипотечное покрытие, согласно главе 4 Закона об ИЦБ, что отражается в документации по счету ипотечного покрытия (договор на ведение счета, количество лиц, авторизирующих платежные поручения по счету, и пр.).

К сожалению, не исключены ситуации предъявления банку исполнительного документа с требованием о перечислении определенной суммы со счета ипотечного покрытия, которые банк обязан исполнять на основании Федерального закона от 02.10.2007 № 229-ФЗ «Об исполнительном производстве» (далее — Закон об исполнительном производстве).

В данной связи возникает вопрос о правомерности действий банка по незамедлительному исполнению такого требования в случае, если оно не является требованием, обеспеченным залогом ипотечного покрытия, без ведома эмитента (владельца счета) и без согласия специализированного депозитария ипотечного покрытия.

В соответствии с пунктом 2 статьи 854 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее — ГК РФ) без распоряжения клиента списание денежных средств, находящихся на счете, допускается по решению суда, а также в случаях, установленных законом или предусмотренных договором между банком и клиентом.

Закон об исполнительном производстве регламентирует порядок обращения взыскания на денежные средства, в том числе предусматривает в п. 8 ст. 70, что не исполнить исполнительный документ или постановление судебного пристава-исполнителя полностью банк или иная кредитная организация может в случае отсутствия на счетах должника денежных средств либо в случае, когда на денежные средства, находящиеся на указанных счетах, наложен арест или когда в порядке, установленном законом, приостановлены операции с денежными средствами, либо

<sup>1</sup> П. 3 ст. 4 Закона об ИЦБ.

<sup>2</sup> П. 4 ст. 13 Закона об ИЦБ.

<sup>3</sup> П. 5 ст. 13 Закона об ИЦБ.

в иных случаях, предусмотренных федеральным законом.

Например, в п. 1 ст. 72.1 Закона об исполнительном производстве применительно к залоговому счету предусмотрено, что обращение взыскания на денежные средства должника, находящиеся на залоговом банковском счете и не превышающие размера обеспеченного залогом обязательства, допускается только в целях удовлетворения требований по обязательствам, обеспеченным залогом прав по договору банковского счета, а также требований кредиторов, удовлетворяемых преимущественно перед требованиями залогодержателя, при недостаточности у должника иного имущества для полного удовлетворения требований указанных лиц. Данная норма, соответственно, обеспечивает сохранность денежных средств на залоговом счете в интересах залогодержателей. Аналогичные изъятия также прямо предусмотрены для денежных средств, находящихся на номинальном банковском счете.

Более того, с 1 июля 2018 года действует норма, согласно которой правила о списании денежных средств, предусмотренные положениями главы 45 ГК РФ о банковском счете, не применяются к денежным средствам, находящимся на залоговом счете.

Применительно же к счету ипотечного покрытия изъятие прямо не предусматривается, в отличие от институтов залогового и номинального банковского счета, но режим денежных средств, находящихся на таком счете, по своей сути аналогичен режиму денежных средств, зачисляемых на залоговый счет: они предназначены для удовлетворения обеспеченных залогом требований.

Более того, Верховный суд Российской Федерации в Определении № 305-ЭС16-7885<sup>1</sup> отметил, что «доводы о допустимости залога прав по расчетному счету противоречат п. 1 ст. 358.9 ГК РФ, согласно которому права по договору банковского счета могут быть предметом залога лишь при условии открытия залогового счета. При этом в соответствии с банковскими правилами, принятыми на основании п. 2 ст. 846 ГК РФ, залого-

вый счет является специальным банковским счетом, он открывается в самостоятельном порядке, а не образовывается путем изменения статуса расчетного счета (пп. 2.8, 4.14 Инструкции Банка России от 30 мая 2014 г. № 153-И "Об открытии и закрытии банковских счетов, счетов по вкладам (депозитам), депозитных счетов")».

В силу данной позиции Верховного суда Российской Федерации правовая защита счета ипотечного покрытия тем более требует принятия мер на законодательном уровне, с тем чтобы интересы владельцев облигаций с ипотечным покрытием были гарантированы в равной степени с интересами владельцев облигаций специализированного финансового общества. До принятия соответствующих изменений при структурировании сделок секьюритизации ипотечных кредитов рекомендуется рассматривать возможность использования института залогового счета для зачисления на него денежных средств, составляющих ипотечное покрытие, с отражением информации об этом в эмиссионной документации. При этом использование залогового счета эмитентом облигаций с ипотечным покрытием для зачисления на него средств, составляющих ипотечное покрытие, можно рассматривать, в том числе и по мнению Банка России, обозначенному в адресном разъяснении, как сделку, направленную на предотвращение финансовых потерь, то есть как не выходящую за пределы специальной правоспособности ипотечного агента.

Нужно отметить, что Банк России в адресном разъяснении от 18 декабря 2018 года также признает неопределенность в отношении правового статуса денежных средств, входящих в состав ипотечного покрытия и учитываемых на расчетном счете ипотечного агента (счете ипотечного покрытия). При этом, по мнению ЦБ, такая неопределенность может быть устранена только путем внесения изменений в действующее законодательство. Мы надеемся, что в определенной перспективе возможна проработка и обсуждение заинтересованным бизнес-сообществом конкретных предложений таких изменений.

## А У НАС С СОБОЙ БЫЛО

Еще один интересный аспект, обсуждавшийся в 2018 году, в том числе на ежегодной осенней конференции по секьюритизации, — это российская (национальная)

<sup>1</sup> Обзор судебной практики Верховного суда Российской Федерации № 4 (2016), утвержденный Президиумом Верховного Суда РФ 20.12.2016.

платформа секьюритизации как полная локализация всех элементов инфраструктуры сделки, которая предполагает также отказ от использования иностранных некоммерческих фондов (в основном штихтингов) по новым выпускам ценных бумаг.

Важно отметить, что использование российского некоммерческого фонда для национальных сделок секьюритизации не является новым инструментом, а напротив, уже неоднократно с 2009 года апробировано рынком разными оригинаторами и положительно воспринято регуляторами.

В чем же сходства и различия между правовым статусом штихтингов и фондов, создаваемых в рамках Федерального закона «О некоммерческих организациях»?

Уже из определений российского некоммерческого фонда и штихтинга видно, какие особенности правового положения обеих некоммерческих организаций являются ключевыми для использования в сделках секьюритизации:

- во-первых, отсутствие членства, что обеспечивает сиротский статус акционера (участника) ипотечного агента / специализированного общества, а значит, отсутствие юридической связи с оригинатором сделки;
- во-вторых, необходимость достижения фондом / штихтингом определенных целей. Единственное ключевое отличие здесь заключается в том, что применительно к российскому фонду в законе прямо обозначено, что цель должна быть общественно полезной.

Представляется, что обеспечение возможности развития рынка кредитования, создание условий для более доступной ипотеки и других видов кредита, развитие социальной инфраструктуры, в том числе за счет средств, привлекаемых в рамках сделки секьюритизации, является общественно полезной целью. Как показывает практика, регулятор при регистрации фондов в России и их последующей отчетности этот аспект учитывает, что позволило как минимум двенадцати фондам содействовать развитию кредитования в России быть учрежденными и успешно функционировать с 2009 года.

Недостатками использования фондов по сравнению со штихтингами являются:

- длительность процедуры создания (документы по созданию фонда проходят условно «двойную» регистрацию: сначала Минюст проверяет устав фонда на предмет его со-

ответствия требованиям законодательства о некоммерческих фондах, затем самостоятельно, в случае положительного результата проверки, подает документы на регистрацию фонда в налоговую инспекцию);

- невозможность добровольной ликвидации (в том числе по инициативе оригинатора).

Таким образом, использование российских некоммерческих фондов в сделках национальной секьюритизации не создает дополнительных рисков в части независимости от оригинатора и устойчивости структуры сделки, в силу того что обладает такими же или даже большими преимуществами по сравнению со штихтингами:

- фонд может быть ликвидирован только по решению суда, в отличие от штихтинга;
- фонд не имеет членства;
- исключен риск изменения законодательства и регуляторных требований юрисдикции фонда, отличной от юрисдикции SPV, которые могут привести, например, к невозможности обслуживания сделок российских оригинаторов;
- одни и те же фонды могут использоваться в сделках разных оригинаторов, что только усиливает устойчивость структуры, поскольку подчеркивает социальную значимость создания и деятельности фонда — содействие развитию рынка рефинансирования, ипотечного жилищного кредитования или социальной инфраструктуры.

#### РАЗМЕР НЕ ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЯ

Зимой 2018 года Банком России в ходе регистрации одного из выпусков была обозначена позиция о том, что ни Стандарты эмиссии<sup>1</sup>, ни Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о РЦБ) не предусматривают исключения для специализированного общества при определении того, предназначены ли облигации такого специализированного общества квалифицированным инвесторам.

<sup>1</sup> Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (утвержденное Банком России 11.08.2014 N 428-П).

Таблица 1. Сравнительные характеристики голландских штихтингов и российских некоммерческих фондов

	Штихтинг (Голландия)	Некоммерческий фонд (Россия)
Определение	A Foundation ('stichting') is a legal person formed by means of a juridical act, that has no members, and that intends to realize an objective (purpose), mentioned in its articles of incorporation, by using capital (property) which has been brought in for this purpose. No members and no (profit) distributions are allowed <sup>1</sup>	Унитарная некоммерческая организация, не имеющая членства, учрежденная гражданами и (или) юридическими лицами на основе добровольных имущественных взносов и преследующая благотворительные, культурные, образовательные или иные социальные, общественно полезные цели.
Правовое регулирование	Гражданский кодекс Голландии	ГК РФ, Федеральный закон от 12.01.1996 № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях», Федеральный закон от 11.08.1995 № 135-ФЗ «О благотворительной деятельности и благотворительных организациях» <sup>2</sup>
Уставный капитал, членство	Нет	Нет, унитарное юридическое лицо <sup>3</sup>
Некоммерческая организация	Да	Да
Нормативные цели создания	Не установлены	Благотворительные, культурные, образовательные или иные социальные, общественно-полезные цели. Цель подлежит указанию в уставе фонда
Учредительный документ	Deed of foundation (имеет силу устава)	Устав
Нормативные сроки создания	3 рабочих дня	23 рабочих дня
Практические сроки создания	2 недели с учетом получения выписки о регистрации и ее априорирования	6 недель с учетом возможных вопросов со стороны регулятора или ИФНС
Учредитель	Любое физическое или юридическое лицо	Любое физическое или юридическое лицо <sup>4</sup>
Количество учредителей	Один или более	Один или более
Обязанность учредителей по внесению взноса в имущество фонда	Нет	Да, несмотря на то что имущество создается за счет добровольных имущественных взносов, фонд не сможет функционировать без формирования его имущества.
Обязательность открытия расчетного счета	Фактически нет	Да
Отражение в уставе цели создания и виды деятельности	Обязательно	Обязательно
Возможность определения участия в уставном капитале SPV как основной цели создания и деятельности фонда	Да	Нет, участие в уставном капитале SPV рассматривается как предпринимательская деятельность, которая должна соответствовать целям создания Фонда
Взаимная ответственность по долгам фонда и его учредителей	Нет	Нет
Возможность передачи полномочий ЕИО Фонда Управляющей организации	Нет	Да
Реорганизация фонда	Не допускается	Не допускается
Ликвидация	Упрощенный порядок, подача заявления в Торговую палату.	Только через суд

<sup>1</sup> Article 2:285 of the Civil Code of the Netherlands. Приводится цитата официального перевода Гражданского кодекса Нидерландов на английский язык, во избежание сомнений.

<sup>2</sup> Особенности создания, деятельности фондов отдельных видов и порядок их управления могут устанавливаться федеральными законами о таких фондах.

<sup>3</sup> Учредители не становятся участниками и не приобретают прав членства.

<sup>4</sup> Не рекомендуется создание фонда иностранным юридическим лицом либо российским юридическим лицом, акционером / участником которого является иностранное физическое лицо, равно как и назначение последнего единоличным исполнительным органом фонда. При этом законодательство позволяет учреждать российский фонд иностранному гражданину или лицу без гражданства, законно находящемуся на территории Российской Федерации.

Так, решением о выпуске ценных бумаг должно быть предусмотрено, что ценные бумаги предназначены для квалифицированных инвесторов в случае, если это облигации хозяйственного общества, стоимость чистых активов которого по окончании второго завершеного отчетного года или каждого последующего завершеного отчетного года, предшествующего дате представления документов для государственной регистрации выпуска облигаций, меньше размера уставного капитала такого хозяйственного общества<sup>1</sup>.

При этом не исключены ситуации длительной (более года) подготовки к сделке, в том числе в связи с накоплением секьюритизируемого портфеля (например, общество создано в сентябре 2017 года, а документы на регистрацию его выпуска поданы будут после 30 марта 2019 года). В таком случае необходимо выходить на подачу документов на государственную регистрацию выпуска облигаций специализированного общества до истечения срока сдачи отчетности за второй финансовый год или лучше даже до истечения второго финансового года.

Альтернативный вариант — приведение стоимости чистых активов эмитента на конец последнего (перед утверждением эмиссионной документации и представлением документов для регистрации выпуска ценных бумаг) завершеного финансового года в соответствие с размером уставного капитала, например, путем предоставления безвозмездной финансовой помощи участника (учредителя) или заемных (кредитных) средств, даже если стоимость чистых активов за предыдущий завершеной финансовый год (в том числе второй) была отрицательной.

В противном случае специализированному обществу необходимо указывать как в решении о размещении, так и в решении о выпуске облигаций и сертификате облигаций, что облигации предназначены только для квалифицированных инвесторов. Это существенное условие эмиссии и обращения бумаг сокращает, конечно, возможности оборота бумаг.

Данное положение дел обусловлено тем, что согласно пункту 9 статьи 15.2

Закона о РЦБ в отношении специализированных обществ не применяются отдельные общие правила, а именно предусмотренные пунктом 4 статьи 90 и пунктом 4 статьи 99 ГК РФ, пунктами 4–12 статьи 35, главой IX в части приобретения и выкупа акционерным обществом размещенных акций и главой XI.1 Федерального закона от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», пунктами 3–5 статьи 20, статьями 23 и 24 Федерального закона от 8 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью», а об изъятии применительно к пункту 3.8 Стандартов эмиссии при этом не говорится.

Полагаем, что такое толкование Банк России может по аналогии применить и к ипотечным агентам с учетом изъятий, предусмотренных пунктом 5 статьи 8 Закона об ИЦБ, что необходимо учитывать при использовании ипотечного агента первые два года с момента его создания как «склада» для накопления портфеля.

В данной связи представляются необходимыми соответствующие изменения в Стандарты эмиссии, предусматривающие изъятие пункта 3.8 для специализированных обществ и ипотечных агентов.

\*\*\*

Таким образом, управляющая организация в сделках секьюритизации так или иначе сталкивается с разными новыми юридическими вопросами даже, казалось бы, в тех ситуациях, которые представлялись проработанными и выверенными практикой, что говорит только о том, что законодательство в области секьюритизации и смежных областях находится в стадии «шлифовки», которая возможна, пожалуй, только при выявлении «шероховатостей», то есть в процессе активного обсуждения профессиональным сообществом (включая представителей управляющих организаций) актуальных вопросов функционирования СФО и ИА не только на этапе формирования сделки, но и в процессе дальнейшей жизни, а также при наличии свежего взгляда на применяемые нормы.

<sup>1</sup> Пункт 3.8 Стандартов эмиссии.

## ИНДИВИДУАЛЬНЫЕ И КОМПЛЕКСНЫЕ РЕШЕНИЯ ПО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ



Подготовка экономической модели сделки для принятия решения о секьюритизации на основе портфеля лизинговых контрактов

Оптимальное решение при рассмотрении нестандартных кейсов с учётом задач и интересов лизингодателя

Возможность участия в секьюритизационном выпуске в качестве «якорного» инвестора

Решения по бридж-финансированию<sup>1</sup> за счёт кредитных средств ПАО Сбербанк

Подготовка сделки и её реализация на благоприятных условиях для лизингодателя

Значительный опыт работы с необходимыми инфраструктурными участниками сделки

**+7 495 258 05 00**

**[www.sberbank-cib.ru](http://www.sberbank-cib.ru)**

<sup>1</sup>Предоставление кредитных средств в качестве промежуточного долгового финансирования в целях наращивания портфеля активов для планируемой сделки секьюритизации.



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2019

Аналитический  
инструментарий рынка  
секьюритизации

# «Сейчас ИЦБ — сложный инструмент для небольших компаний»

## Круглый стол по оценке ипотечных ценных бумаг

**П**редставители институциональных инвесторов и НРД обсудили в рамках круглого стола для «Энциклопедии секьюритизации — 2019», каким образом можно оценивать ипотечные ценные бумаги, какие проблемы возникают в процессе оценки, существуют ли пути их решения, нужен ли институт маркетмейкера на рынке, а также как собрать необходимые данные для оценки и повысить привлекательность ИЦБ.

Какие основные подходы к оценке ипотечных ценных бумаг существуют? Какие из них вы используете? Оцените практичность каждого подхода.



**Равиль Юсипов, заместитель генерального директора — руководитель управления фондовых операций, УК ТФГ**

— В части оценки доходности финансовая теория предлагает 4 подхода: (1) Номинальный спред (cash flow yield nominal spread, далее — НС); (2) Спред нулевой волатильности (zero volatility spread далее — СНВ); (3) Монте-Карло (далее — МК); (4) Общий доход (total return, далее — ОД).

Метод НС — это самый простой способ, он подразумевает расчет IRR денежного потока через дисконтирование денежных потоков. Самым слабым местом этого подхода является уровень точности прогноза

CPR, CDR и доходности реинвестирования полученных месячных / квартальных / полугодовых купонов. Графики погашений и дефолтов могут иметь очень вариативную структуру. На волне рефинансирования в РФ в 2017–2018 годах уровни CPR взлетали выше 35% на несколько кварталов, потом постепенно опускались.

Метод СНВ базово отличается от НС расчетом спреда между двумя потоками с одинаковой структурой выплат на всем сроке жизни. При дисконтировании денежных потоков нужно использовать тот дисконтирующий фактор (доходность), который соответствует дате «выхода» купона. Данный подход более трудоемок, а в условиях небольших углов наклона кривых и быстрого погашения (до 3 лет) дает результат, похожий на итог по методу НС.



Метод МК — трудоемкий, требует многочисленных симуляций и подходит инвесторам, которые держат бумаги «до погашения». Следует заметить, что при попытке оценки ипотечных облигаций (далее — ИО) существуют две крайности. Первая — в ИО есть 6 основных переменных: CPR, CDR, дюрация, угол наклона кривой, процентная ставка и волатильность ставок. Если предположить хотя бы 10 вариантов потенциальных значений для каждой переменной, это приведет более чем к 60 млн комбинаций с разными вероятностями. Вторая крайность — можно сделать предположение о наиболее вероятном значении каждой переменной. Однако даже при вероятности 80% для каждого значения и предположении о независимом распределении для каждой переменной, вероятность наиболее ожидаемого значения доходности ИО будет около 26%.

Решить дилемму этих двух противоположностей и призван метод МК, который можно разделить на 4 этапа: (1) симуляция процентной ставки и ставки рефинансирования; (2) расчет денежного потока для каждого варианта ставок; (3) расчет текущей стоимости каждого денежного потока; (4) расчет теоретической цены. Метод МК является наиболее точным для ИО с длинной дюрацией на рынках с низкими CPR и невысокой волатильностью ставок. На развивающихся рынках рост волатильности происходит спайкообразно (резко), методы симуляции дают сильную погрешность между расчетами и реальной жизнью.

Метод ОД может подойти больше для спекулятивных инвесторов и является формой экспресс-анализа. Доходность рассчитывается как приведенное к годовой базе соотношение ожидаемого входящего денежного потока (цена продажи + НКД + CPR / CDR) к исходящему денежному потоку (цена покупки + НКД). Метод ОД удобен для ультракоротких сделок, а на длинные периоды данные соотношения должны быть просчитаны в разных сценариях ставок (параллельные и непараллельные сдвиги кривых), и тогда должны использоваться элементы первых трех методов (МК, НС, СНВ).

В силу текущей специфики отечественного рынка ИО — высокого уровня CPR, низкого LTV и высоких купонов — ожидаемая

дюрация невысокая, что дает возможность использовать метод НС или в отдельных «коротких» трейдах — метод ОД, оба не дают сильной погрешности для расчетных цен около номинала (сценарий, когда доходность к погашению равна текущей). Эти методы просты и не требуют больших математических знаний и вычислительной мощности. Погрешность возникает в сценариях, когда расчетная цена находится выше номинала в условиях падающих ставок и начинает расти CPR, что в итоге приводит к ситуации негативной выпуклости. Но в процессе взросления рынка, удлинения дюрации и стабилизации процентных ставок необходимо будет переходить на метод МК.



**Иван Новоселов, аналитик блока инвестиционного анализа, ИФК «Солид»**

— Оценка ипотечных бумаг является трудоемким процессом. Основными вопросами, на которые необходимо найти

ответ, являются скорость досрочного погашения в портфеле, распределение и объем дефолтов, а также будущая стоимость денег в экономике, что предполагает прогнозирование ставок.

Существуют два классических подхода к прогнозированию, один из которых основывается на оценке риск-спреда, а второй — на эконометрических регрессионных моделях. Первый из них более сложен, и для его корректного применения необходимо понимать справедливую рыночную цену, определить которую при низкой ликвидности российского рынка ИЦБ довольно проблематично. Второй более прост, однако, как показала практика ипотечного кризиса 2008 года, часто не учитывает возможные риски в полной мере, поскольку основывается на данных стабильных периодов.

Полноценное применение обоих подходов в российских реалиях осложняется труднодоступностью информации для полноценного анализа и сложностью ее обработки. Глубина публичных данных для анализа и построения моделей ограничивается концом 2013 года, когда началась публикация реестров ипотечного покрытия (РИП) в удобном формате таблицы Excel.

Составление баз данных и апробация моделей приходится на периоды турбулентности на российском финансовом рынке, что на таком коротком сроке рассмотрения может давать серьезные выбросы.

Мы, как правило, используем качественный анализ РИП, основываясь на актуальной информации об уровнях досрочного погашения, ожидаемых уровнях ставок в экономике и таких параметрах самого РИП, как LTV, срок до погашения, расчет уровней дефолтов и региональная структура кредитов в портфеле. По сути, это комбинация двух описанных способов.



**Лидия Борисенко, руководитель направления по развитию продуктов Ценового центра НРД**

— Для оценки ипотечных ценных бумаг можно независимо анализировать все закладные и их кредитное качество, статистически моделировать поведение конкретного кредита и вероятности дефолта по отдельным закладным на различных гори-

зонтах времени. Другой вариант — оценивать общую динамику поведения обеспечения, ориентируясь на консолидированные показатели выпуска (CPR, CDR, WAM и т. д.).

В конечном счете оба подхода помогают оценить кредитное качество конкретного выпуска, спрогнозировать поток платежей. Первый подход позволяет точно оценить конкретный выпуск, но сложно масштабируется на весь рынок. Кроме того, индивидуальное моделирование закладных часто требует ручной настройки параметров или участия аналитика. Консолидированные показатели — удобные инструменты для сравнения нескольких выпусков, они позволяют достаточно просто интерпретировать результаты оценки.

В Ценовом центре НРД автоматически анализируются отчеты по ипотечному покрытию для расчета CPR и прогнозирования платежей. Затем информация по бумагам встраивается в общую трехуровневую модель оценки облигаций. На первом уровне каскада используются рыночные цены (при наличии сделок), затем мы переходим к модели коинтеграции и коррекции ошибок или к фундаментальной оценке.

## С какими проблемами вы сталкиваетесь в процессе оценки ИЦБ?

**Лидия Борисенко**

— Обычно трудности в оценке ИЦБ возникают при сборе и обработке отчетности по ипотечному покрытию. Есть операционные сложности (например, изменяющиеся формы отчетов или нередрактируемые форматы) и вопросы с качеством данных в реестрах. В результате оценка ипотечных ценных бумаг требует значительных затрат на инфраструктуру и поддержку.

Отдельным вопросом является оценка в соответствии с МСФО 13, в силу отсутствия активного рынка по большинству бумаг или признанных котировок от нескольких участников.

В Ценовом центре НРД большинство реестров ипотечного покрытия загружаются и обрабатываются автоматически. Так мы поддерживаем актуальные базы данных по всем оцениваемым выпускам. Кроме того, за счет каскадной оценки справедливая цена рассчитывается вне зависимости от наличия сделок и биржевой статистики.

**Равиль Юсипов**

— С точки зрения кредитного анализа можно выделить две проблемы: (1) сбор данных и их систематизация; (2) отсутствие стандартизированной эмиссионной документации.

Во-первых, кредитный анализ ИО базируется на анализе больших массивов данных по пулу ипотеки. Каждый ипотечный кредит обладает десятками и десятками количественных и качественных характеристик, при этом в пуле 5–10 тысяч кредитов, и все это превращается в громадный массив данных, который нужно систематизировать и проанализировать. Основным источником информации является реестр ипотечного покрытия, и его формы отчетности надо уметь трансформировать, а единообразной таксономии данных нет.

Во-вторых, эмиссионная документация разных ИО похожа, но каждый выпуск имеет свои юридические особенности; это создает необходимость вычитывать

сотни страниц, что, в свою очередь, удорожает процесс анализа.

С точки зрения оценки справедливой стоимости, сложность представляет оценка спреда над ОФЗ. В ИО практически отсутствует кредитный риск, а значит, сложившийся спред над ОФЗ является премией за ликвидность. Исторический спред ИО в условиях нормального состояния находится выше 120 б.п., что выше спреда квазисуверенных корпоративных облигаций более чем на 40 б.п., и это является премией за низкую ликвидность. Ситуация усложняется, когда волатильность растет и ликвидность на рынке падает. Участники начинают требовать большую премию, а круг потенциальных покупателей мал, что вынуждает продавцов «зажиматься» и пережидать.

Другую сложность в оценке денежного потока ИО представляет прогноз CPR.

Амортизация может происходить по сложным графикам — с резкими всплесками и падениями. Требуется большое искусство, чтобы правильно прогнозировать. К сожалению, метод Монте-Карло здесь малоэффективен, остается брать риск и ждать.

#### **Иван Новоселов**

— Основные сложности связаны с глубиной данных и форматом их представления. Хотя данные в удобном для машинной обработки виде начали формироваться с 2013 года, отсутствие единых форматов и наличие значительного числа ошибок в первичных данных приводят к необходимости строить модели загрузки и обработки, отталкиваясь от каждого конкретного РИП, что удлиняет процесс и повышает риски низкого качества оценки инструмента.

## Ипотечные ценные бумаги котирует мало участников рынка. Вы готовы стать маркетмейкером, почему его до сих пор нет на рынке? Какие препятствия стоят на вашем пути?



#### **Андрей Буш, начальник управления инвестиционно-банковских услуг, ИФК «Солид»**

— По большому счету, на широком рынке ИЦБ существует один-единственный крупный маркетмейкер — ДОМ.РФ.

Как институт развития, он осуществляет котирование бумаг. По некоторым выпускам отдельные организаторы или оригинаторы выставляют цены. На наш взгляд, этого на настоящий момент более чем достаточно.

Хотя от рыночных участников часто звучат вопросы относительно ликвидности ИЦБ и секьюритизируемых активов, это даже не проблема маркетмейкинга, а вопрос знаний инвесторов о бумагах. Экспертизу в оценке настолько сложного актива приобретать дорого, к тому же ее на рынке мало, а осуществлять инвестирование в непонятный инструмент для разумных инвесторов нехарактерно. Вот и получается, что наличие маркетмейкеров не является панацеей.

Наша команда, в свою очередь, имеет соответствующие компетенции и могла бы вы-

ступать одним из маркетмейкеров при наличии заинтересованных в этом сторон.

#### **Равиль Юсипов**

— Причиной малого количества игроков является сложность и ресурсоемкость анализа рыночного и кредитного рисков. В задачи УК функция маркетмейкера не входит, но нам всегда интересно купить или продать по справедливым ценам. В силу короткой дюрации и высокой текущей доходности ИО рассматриваются скорее как «защитный» инструмент и помогают формировать риск-бюджет на процентный риск в портфелях облигаций на случай повышенной волатильности и волн распродаж.

#### **Лидия Борисенко**

— К сожалению, как инфраструктура мы не можем быть маркетмейкером, то есть напрямую формировать рыночную цену и обеспечивать ликвидность. Однако мы оцениваем справедливые стоимости старших траншей ипотечных ценных бумаг, чтобы показать коридор справедливых цен даже при отсутствии маркетмейкеров.

Неоднократно упоминается, что сбор первичных данных по динамике ипотечного покрытия затруднен. Как собрать все исходные данные для оценки? Какие проблемы по раскрытию информации должны быть решены, нужны ли изменения в регулировании?

**Андрей Буш**

— Главной технической проблемой является необходимость приведения всех данных к общему знаменателю. Существует несколько десятков разных видов предоставления РИП в зависимости от того, кто является оригинатором пула и расчетным агентом. Набор полей, их вид, структура и последовательность заполнения сильно различаются, создавая этим проблемы при обработке информации.

По нашему мнению, создание общего формата данных либо консолидация существующих и предоставление их рынку таким институтом, как ДОМ.РФ, значительно упростило бы задачу входа на рынок новых инвесторов. Мы видим, что работа в данном направлении ведется. Это та задача, в решении которой локомотивами должны быть институты развития.

**Лидия Борисенко**

— Сбор всех исходных данных для оценки ИЦБ — трудоемкий и часто ручной процесс. Платформа для информационного обмена между специализированными депозитариями и участниками или введение обязательных стандартизованных форм отчетности по реестрам ипотечного покрытия могут значительно упростить работу с ипотечными ценными бумагами. Такое решение снизит операционные расходы инвесторов на анализ ипотечных выпусков и «порог входа» для новых участников.

В Ценовом центре НРД мы автоматизировали получение значительной части информации по ипотечным выпускам и ежедневно оцениваем около 70 выпусков.

Как изменилась ваша методика оценки ИЦБ после ее апробации рынком?

**Лидия Борисенко**

— По результатам апробации методики Ценового центра НРД рынком мы видим, что простая структура методики — важный фактор для клиентов. Так, сотрудники депозитариев и бэк-офисов не просто получают цену, а понимают принципы формирования оценки. По пожеланиям клиентов мы рассматриваем возможность учета ОТС и РПС сделок для формирования справедливой стоимости на первом уровне оценки, а также расчет CPR с присвоением большего веса недавней статистике.

**Равиль Юсипов**

— В настоящее время российский финансовый рынок переходит на внутренние рейтинги от АКРА и Эксперт РА, и всем участникам предстоит калибровать методологии под шкалы и вероятности дефолтов российских агентств.

**Андрей Буш**

— Наши методики оценки стоимости и риска ИЦБ оформлены и постоянно модернизируются в соответствии с рыночными условиями, так как наша экспертиза в этом вопросе сформирована за длительное время работы с этими инструментами.

Как влияют сложности с оценкой ИЦБ на инвестиционную привлекательность этих бумаг?

**Равиль Юсипов**

— Отрицательно. У потенциальных инвесторов не хватает ресурсов времени, желания. Часто встречаешь позицию: «Ипо-

тека — это так опасно, вы же знаете, что случилось в США 10 лет назад». Люди руководствуются не цифрами, а своим эмоциональным представлением, и за такими сло-

вами прячут свое нежелание разбираться. Сложного ничего нет, но пока рынок живет по принципу «лучше подождать».

#### **Андрей Буш**

— Объем рынка ИЦБ и секьюритизации в 2018 году составил 9.9 млрд руб. без учета бумаг «Фабрики ИЦБ», объем которых достиг 136.5 млрд руб. От общего размера рынка корпоративного и государственного долга это составляет 0.37%. Инвесторам требуются значительные ресурсы для оценки бумаг. При соотношении затрат с указанной долей облигационного рынка без должной экспертизы желание участвовать в этом рынке не появляется. Простая экономика показывает, что для маленьких инвестиций это экономически нецелесообразно, так как специалисты стоят денег, а на большие инвестиции морально не готовы управляющие, рынок пока мал. Поэтому возникает вопрос, что будет раньше: яйцо или курица — объем рынка или инвесторы на нем. К сожалению, данная ситуация затянулась, на что повлияли как законодательные изменения, так и кризисные явления в экономике.

Недавно ДОМ.РФ совместно с Bloomberg представили рынку очень широкий функционал по оценке своих ипотечных бумаг, который позволяет не только получить до-

ступ к высокоуровневым параметрам выпусков, таким как непогашенный остаток основного долга и процентные выплаты в ежемесячном формате, но и опуститься на уровень каждого индивидуального кредита: есть возможность оценивать темпы досрочного погашения в региональном разрезе, показывать периоды, когда изменялись параметры кредита, а также гибко задавать свои предположения о будущем поведении бумаги. Полагаем, что на фоне подобных усилий произойдет увеличение количества инвесторов на этом рынке, что неизбежно приведет к росту объемов размещения облигаций. И чем быстрее подобный функционал будет доступен не только для «фабричных» бумаг, но и для прочих размещений, тем быстрее рынок получит новый импульс.

#### **Лидия Борисенко**

— Сейчас ИЦБ — сложный инструмент для небольших компаний. Но справедливые цены и коридоры, которые ежедневно публикует Ценовой центр НРД, снимают проблему с оценкой. Надеемся, что традиционно большие затраты и операционные расходы на оценку ИЦБ по внутренним моделям больше не будут стоп-фактором для участников.



**Андрей КАМЫШЕВ,**  
директор Ценового  
центра АО «ДОМ.РФ»

## Об оценке ипотечных ценных бумаг

**Ц**енообразование ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) в силу самой их природы является более сложной задачей по сравнению с оценкой всех прочих инструментов с фиксированной доходностью. Случайный характер погашений ипотечных кредитов, входящих в состав ипотечных покрытий, требует эффективного измерения в системах оценки ИЦБ.

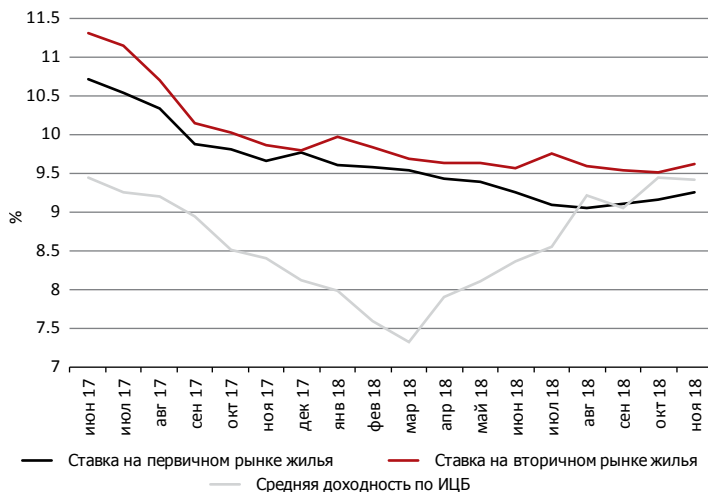
Традиционные<sup>1</sup> ИЦБ, в том числе полученные путем структурирования<sup>2</sup>, являются облигациями с двумя встроенными американскими опционами: 1) колл на досрочное погашение кредита и 2) пут на недвижимость (случай дефолта). Однако сравнение их с рыночными финансовыми инструментами едва ли корректно, поскольку исполнение опционов не оптимально, так как заемщики

не являются рациональными участниками финансового рынка. Так, в силу долгосрочности обязательств для ипотеки характерно наличие феномена path-dependence — фундаментального поведенческого свойства заемщиков, определяющего стохастическую динамику денежных потоков. Она порождает необходимость построения системы прайсинга ИЦБ на стыке концепции риск-нейтральности и поведенческого моделирования, учитывающего идиосинкратические характеристики портфелей и макрофакторы, системно определяющие внутрипортфельную корреляцию событий исполнения опционов заемщиками. Этот стык не бывает гладким, в том числе на развитых ипотечных рынках. Спреды с учетом опционов (option adjusted spread, OAS), вычисляемые по наблюдаемому ценам на основе стохастической динамики поведения заемщиков и риск-нейтральных моделей процентных ставок, как правило, всегда больше нуля даже на высоколиквидном рынке. Это свидетельствует об учитываемых инвесторами рисками иной природы, за пределами процентного риска и низкой ликвидности. Это модельные риски. Всякий раз в зависимости от эконо-

<sup>1</sup> Не рассматриваем в статье ипотечные сертификаты участия, а также балансовые выпуски ИЦБ (covered bonds).

<sup>2</sup> То есть путем расщепления и распределения денежных потоков, генерируемых портфелем ипотечных кредитов в обеспечении, на несколько классов облигаций с различными рисковыми характеристиками.

**Рисунок 1**  
**Средние оценки**  
**доходностей ИЦБ и**  
**ставки по выдаваемым**  
**ипотечным кредитам**  
 Источник: Банк России,  
 ДОМ.РФ.



мических условий, ожиданий и опасений на рынке имеются большие или меньшие возможности для арбитража<sup>1</sup>, поскольку рынок исходит из условно ожидаемых денежных потоков, обусловленных риском досрочных погашений, не полностью объясняемым динамикой процентных ставок.

Однотраншевые выпуски ИЦБ, обеспеченные поручительством (кредитными гарантиями) ДОМ.РФ, являются концептуальным аналогом основного продукта трех государственных ипотечных агентств США (Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae) — pass-through MBS. Как следует из названия, платежи заемщиков в счет погашения кредитов и начисленных процентов после вычета расходов на сервис и оплату поручительства собираются и передаются через счет Ипотечного агента держателям облигаций. Однако российские ИЦБ несколько отличаются от американских, если от проспекта эмиссии спуститься на уровень стандартов ипотечных кредитов, из которых формируются пулы в обеспечении, требований к составу пулов, установлению ставки купона и тому подобное. В частности, ипотечные покрытия ИЦБ еще не достигли сопоставимого уровня гомогенности,

и сделки пока остаются специфичными на уровне пула<sup>2</sup>. Это означает, что справедливая внутренняя оценка ИЦБ должна учитывать характеристики портфеля и особенности ипотеки каждого банка-оригинатора, являющегося, как правило, и сервисером. А когда у инвесторов нет доступа к полноценным и адекватным историческим данным по однородным портфелям ипотек, такая оценка становится проблемой, вынужденно приводящей к упрощенным прайсинговым конвенциям и, как следствие, к консервативным искажениям цены. Так, в период значительного снижения ставок по первичной ипотеке во второй половине 2018 года с учетом опасений роста досрочных погашений и риска недооценки объемов рефинансирования можно было наблюдать уникальный в отечественной истории ипотеки факт: требуемая доходность ИЦБ вплотную приблизилась и затем превысила среднюю ставку по вновь выдаваемым ипотечным кредитам (см. на Рисунке 1 среднерыночные оценки), а по ряду первоклассных бумаг с поручительством ДОМ.РФ оставалась существенно выше ставок ведущих ипотечных банков.

<sup>1</sup> См. Gabaix X., A. Krishnamurthy, and O. Vigneron (2007), Limits of Arbitrage: Theory and Evidence from the Mortgage-Backed Securities Market, *The Journal of Finance*, Vol. LXII, No. 2, April 2007, pp. 557–593.

<sup>2</sup> Стандартизация и гомогенность ипотеки — базовая философия трех ипотечных агентств США, благодаря которой появился рыночный феномен to-be-announced (TBA) market. Обычные сделки купли-продажи ИЦБ относятся к так называемому pool specific market.

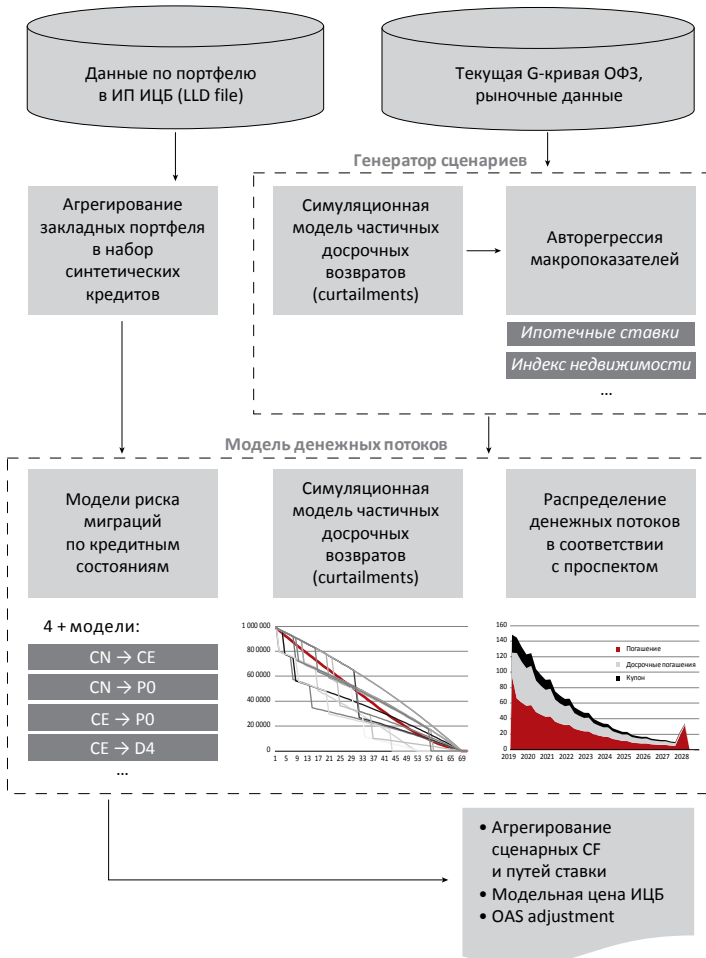


Рисунок 2  
 Схема моделей  
 для оценки ИЦБ ДОМ.РФ

Если отвлечься от специфики российской секьюритизации, текущие подходы к анализу и оценке ИЦБ подобны тем, которые практиковались в США примерно до середины 80-х годов прошлого века. Пока вычислительная техника не достигла достаточной мощности и не был изобретен<sup>1</sup> OAS, ИЦБ оценивались трейдерами и аналитиками подобно традиционным облигациям с фик-

сированной доходностью на основе доходности или Z-спреда (zero-volatility spread), статическими «греками», что порой приводило к серьезным ошибкам в оценке и хеджировании рисков ИЦБ.

Секьюритизации в России уже более 10 лет, а вторичный рынок все еще находится в стадии становления. Инфраструктура слабо развита: документация (проспект, договоры эмитента) остается на бумаге, почти не поддается восстановлению и унификации в целях оценки, имеются высокие операционные риски из-за неразвитых технологий обмена и управления данными, и как следствие, информационные системы трейдинга не настроены

<sup>1</sup> Изобретение принадлежит двум финансовым инженерам из ипотечной исследовательской группы Salomon Brothers: Майку Валдману (Mike Waldman) и Стиву Модзелевски (Steve Modzelewski).



на обмен данными по ипотечным портфелям, условиям выпусков. И по большому счету остаются недоступными исторически целостные, стандартизованные данные по кредитам в составе ипотечных покрытий, необходимые для развития систем прайсинга ИЦБ. Все это усугубляет проблематику оценки ипотечных инструментов, не способствуя приходу инвесторов в этот важный сегмент финансового рынка и экономики. Неопределенность денежных потоков ИЦБ — это то, что почему-то пугает даже больше, чем кредитный риск эмитента в выпусках необеспеченных корпоративных облигаций. Как будто кредитный риск является более определенной, «не столь случайной» величиной, как нефиксированные денежные потоки ИЦБ.

С 2016 года ДОМ.РФ активно работает над стандартизацией первичной ипотеки, в том числе и в особенности — над стандартами обмена данными, взяв в качестве отправной точки то наименьшее и наилучшее общее, что используется крупными originatorами ипотеки: унифицирующие технологии, форматы и словари данных. Пройдя двухлетний опытный путь в организации сделок, столкнувшись с разнообразием качества и состава исходного материала — данных, поставляемых originatorами-сервисерами в сделках, — теперь уже, в 2019 году, может быть сделано обобщение и раскрытие стандартизованных данных по ипотечным покрытиям ИЦБ. Вместе с этим в ДОМ.РФ идет работа по повышению технологичности инфраструктуры сделок — перевод в электронный и цифровой формат стандартизованных условий эмиссии, договоров сервиса и прочих сопутствующих условий. С учетом этого последовательно реализуются различные подходы к поведенческому моделированию ипотеки, входящие в вычислительную систему оценки ИЦБ ДОМ.РФ на основе анализа OAS.

Насколько позволяет формат, здесь мы опишем в общих чертах эти подходы.

### ОЦЕНКА ИЦБ НА ОСНОВЕ СИМУЛЯЦИЙ

Оценка ИЦБ основывается по большому счету на двух фундаментальных моделях:

1) модель процентных ставок, определяющая одновременно и дисконтирующий фактор, и (среди прочих факторов) денежные потоки по портфелю;

2) модель досрочных погашений, определяющая поведение заемщиков, в которой кроме рыночных ставок могут использоваться макрофинансовые показатели (инфляция, динамика и ожидания цен на недвижимость, ставки на первичном ипотечном рынке и другие) и некоторые характеристики ипотечных кредитов, входящих в состав портфелей.

Поскольку ИЦБ обеспечены поручительством и обязательствами ДОМ.РФ по выкупу дефолтов (кредитов в состоянии просрочки 90+ дней) из ипотечного покрытия, то для эмитента дефолтные ипотечные кредиты являются частью досрочных погашений. Несмотря на то что они составляют лишь 1–1.5% от общей суммы погашений в портфелях перво-классной ипотеки, для полноты реализации сценариев мы используем модель дефолтов как составную часть общей модели досрочных погашений. Вся вычислительная система оценки ИЦБ, используемая в ДОМ.РФ, схематично показана на Рисунке 2.

### РИСК ДОСРОЧНЫХ ПОГАШЕНИЙ: РЕАЛЬНЫЙ МИР И МАРТИНГАЛЫ

Для анализа и оценки ИЦБ в условиях неполных данных, короткой истории и тому подобного система оценки построена по модульному принципу с возможностью параллельного оценивания в нескольких моделях и концепциях. Так, модель досрочных погашений, используемая в параллельных расчетах, может иметь явную функциональную форму:

$$CPR(t) = RI(t) \cdot AGE(t) \cdot MM(t) \cdot BM(t), (1)$$

где  $RI(t) = \alpha + \beta \tan^{-1} \left( \gamma_1 + \gamma_2 \frac{WAC}{r_{10}(t-1)} \right)$  — стимул для рефинансирования<sup>1</sup> (refinancing incentive);  $AGE(t)$  — возраст кредита;  $MM(t)$  — множитель сезонности (функция календарного месяца);  $BM(t)$  — фактор выгорания (burnout multiplier);  $WAC$  — средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам в составе пула;  $r_{10}(t)$  — 10-летняя ( $t-1$ ) спот-ставка бескупонной доходности ОФЗ.

<sup>1</sup> Арктангенс-модель для  $RI$  — одна из популярных функциональных форм S-вида, происхождением которых мы обязаны теории Васичека (Vasicek) о поведенческих исходах массовых событий, определяемых общими факторами.

Формула может применяться как на уровне кредита, так и на уровне сегмента портфеля.

Мы также используем модель пропорциональных рисков Кокса, не определяя в явном виде функциональной формы риска досрочных погашений:

$$h(t) = h_0 \cdot \exp(\bar{\beta} \cdot \overline{X}(t)^T), \quad (2)$$

где  $\overline{X}(t)$  — вектор факторов на уровне кредита, среди которых в дополнение к перечисленным выше включаются текущий LTV, остаток долга, регион и другие. Кроме этого модель дополняется функцией частичных досрочных возвратов (curtailments) в виде коэффициента ускоренной амортизации на уровне пула, зависящего от инфляции, рыночных ставок, сезонности и прочих факторов. (2) входит в общую модель поведенческой динамики кредитов с разделенными состояниями, помогающими среди прочего учитывать свойство path-dependence в ходе эволюции портфеля<sup>1</sup> (см. одну из версий модели на Рисунке 3).

Представления (1) и (2) (или аналогичные им) являются двумя крайними взглядами на моделирование досрочных погашений. С одной стороны, построение модели досрочных погашений в ипотеке часто рассматривается как задача исключительно статистики. Имея под рукой данные о сотнях тысяч кредитов, наблюдаемых в течение многих лет, есть соблазн использовать их для калибровки функции вида (2). В то же

время статистика «все знает, но ничего не понимает». Другая крайность, связанная с гипотезой эффективного рынка и теорией арбитражного ценообразования (arbitrage pricing theory), представляет цену как математическое ожидание дисконтированных денежных потоков в риск-нейтральной мере. Более точно выражаясь, цена ИЦБ может быть представлена как мартингал, то есть такой случайный процесс, для которого наилучшим<sup>2</sup> прогнозом его состояний в будущем является его текущее состояние. Существование такого мартингала в ценообразовании ИЦБ, вообще говоря, является распространенной гипотезой на развитом рынке. Предполагается, что эмпирически оцененная (на данных реального мира) функция досрочного погашения остается инвариантной относительно вероятностной меры<sup>3</sup>.

Неявно это предположение основывается на двух фундаментальных свойствах рынка ИЦБ: стандартной, однородной ипотеке и условной, достаточной диверсификации заемщиков в пулах ипотечных кредитов, обусловленной общими для всех рыночными факторами. Они позволяют использовать следующую идею. Как только все систематические факторы риска досрочного погашения изолированы в виде заданной (детерминированной) функции, случайные шоки в силу остаточных факторов (идиосинкратические<sup>4</sup> на уровне заемщика) не коррелируют внутри портфеля; эта часть процесса досрочных погашений не учитывается в цене, так как является чистой диффузией с нулевым средним. Однако поиск такой функции досрочных погашений, которая делала бы указанную гипотезу правдоподобной, является непостоянной задачей для финансового инженера. По сути, наблюдаемая величина OAS говорит среди прочего о том, насколько рынок верит в успешность ее решения, о стоимости риска модели досрочного погашения. В этом контексте заслуживают внимания некоторые недавние работы о риск-

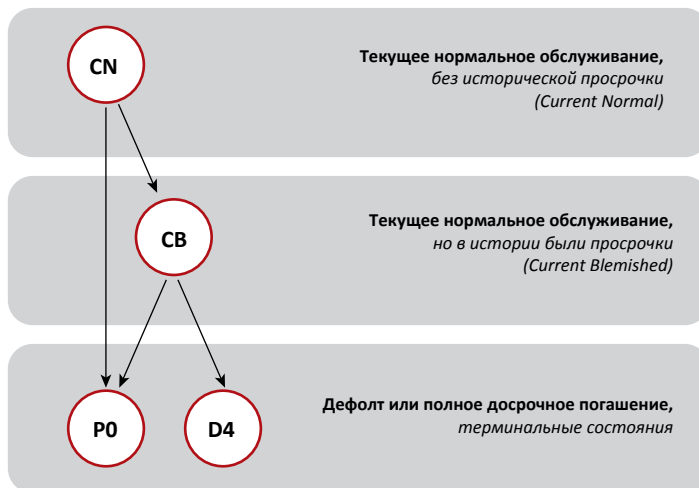
<sup>1</sup> В отечественной литературе концепция path-dependence известна как «эффект колеи». Она возникла из попыток экономистов объяснить эволюцию производства, позже оформившихся в так называемую эволюционную экономику. В основе лежала идея зависимости состояния равновесия экономики от процессов, которые ему предшествовали. В противовес неоклассической экономике процессы, зависящие от пути, приводят не к единственному предопределенному состоянию равновесия, а к одному из нескольких. В частности, свойство path-dependence присуще процессу досрочных погашений в ИЦБ, что подтверждено многолетними наблюдениями. Формально говоря, процесс является существенно не марковским, что не всегда учитывается разработчиками поведенческих моделей ипотеки. Иногда еще встречаются подходы, основанные на так называемых «матрицах миграции».

<sup>2</sup> В среднеквадратичном смысле.

<sup>3</sup> Тогда с помощью этой функции можно перейти к чисто мартингалному представлению цены, то есть существует вероятностная мера, являющаяся prepayment-and-interest-rate-risk-neutral.

<sup>4</sup> Например, к таким шокам можно отнести смену места работы или ее потерю, рождение детей, развод и т. п.

**Рисунок 3**  
**Версия модели**  
**поведенческой динамики**  
**портфеля ипотечных**  
**кредитов**  
 Источник: ДОМ.РФ



нейтральном оценивании ИЦБ с учетом риска досрочных погашений<sup>1</sup>.

В российских условиях, когда рынок ИЦБ недостаточно активен, оба подхода будут неточными, реализация самой концепции риск-нейтральности на малом рынке в силу ограниченных данных а priori неточна. В большей мере это, конечно, относится к риску досрочных погашений, чем к процентному риску. Но и временная структура процентных ставок также с натяжкой может быть откалибрована на наблюдаемых данных<sup>2</sup>.

Из сказанного, в частности, следует, что для мультитраншевых выпусков ИЦБ, которыми был представлен рынок до декабря

2016 года, характеризующихся небольшим объемом, разнообразием оригинаторов, ипотечных программ выдаваемых кредитов, входящих в состав покрытий, а также структур, определяющих денежные потоки по старшим (инвестиционным) классам, указанное мартингалное представление цен, согласованное с гипотезой эффективного рынка, вообще говоря, недостижимо. В сильно неоднородных, не типизированных условиях любая функция досрочных погашений будет обусловлена конкретным выпуском, доступными для калибровки данными, информацией и тем, как ее интерпретирует отдельно взятый инвестор<sup>3</sup>. Это не значит, что такой тип секьюритизации не имеет перспектив. Скорее, это отдельный сегмент, локализованный своим типом инвесторов, мотивацией оригинаторов и тому подобное, но в глобальном контексте задача финансирования ипотеки рыночным капиталом вряд ли решается через этот механизм.

В противоположность этому инициатива ДОМ.РФ «Фабрика ИЦБ» по выпуску однотраншевых ИЦБ, обеспеченных стандартной, первоклассной ипотекой и усиленных кредитными гарантиями суверенного уровня

<sup>1</sup> См., например, Levin, A., and A. Davidson (2005), Prepayment Risk- and Option-Adjusted Valuation of MBS, The Journal of Portfolio Management, Summer 2005, Vol. 31, No. 4, pp. 73–85; Kolbe, A. and R. Zagst (2008), A Hybrid-Form Model for the Prepayment-Risk-Neutral Valuation of Mortgage-Backed Securities, International Journal of Theoretical and Applied Finance, Vol. 11, No. 6, pp. 635–656.

<sup>2</sup> В частности, отсутствие достаточных данных по сделкам с процентными деривативами (IRS, свопы) не позволяет оценить, например, временную структуру волатильности процентных ставок. В связи с этим мы вынуждены использовать различные уровни постоянной волатильности, оцененной, как правило, на исторических рядах.

<sup>3</sup> Выражаясь формально, у каждого выпуска может быть свой мартигал, определенный своей [нерыночной] фильтрацией {F<sub>t</sub>}.

ня, является инфраструктурным проектом, нацеленным на появление эффективного, ликвидного вторичного рынка. Когда задается вопрос, в чем преимущество однотраншевых бумаг с поручительством ДОМ.РФ в сравнении с традиционными выпусками со структурами senior/subordinated, то ответ определяется не столько инвестиционными свойствами бумаг, сколько открывающимися рыночными перспективами.

**МОДЕЛИ КОРОТКИХ СТАВОК**

В ДОМ.РФ используются несколько видов моделей временной структуры коротких ставок (short-rate term structure models), калибруемых согласованно с кривой бескупонной доходности ОФЗ. Имея всю кривую, можно восстановить форвардную кривую коротких ставок и далее, с учетом условия безарбитражности реализовать диффузионный процесс для короткой ставки в соответствии с моделью. Затем в любой момент  $t$  восстановить всю временную структуру (term structure) бескупонных доходностей облигации с использованием только факторов, определяющих эволюцию короткой ставки.

В качестве базовой нами используется 1-факторная модель Cox-Ingersol-Ross (CIR model, 1985), где случайный процесс для короткой ставки  $r=r(t)$  описывается уравнением:

$$dr = a(\theta(t) - r)dt + \sigma\sqrt{r}dW,$$

где:  $a$  — параметр скорости возврата к среднему,  $\sigma$  — волатильность (предполагаются постоянными в оригинальной CIR),  $\theta(t)$  — функция безарбитражного дрейфа,  $W=W(t)$  — процесс броуновского движения.

Вспомогательная модель, используемая параллельно CIR, — модель Hull-White (HW model, 1990) в тех же обозначениях имеет вид:

$$dr = a(\theta(t) - r)dt + \sigma dW.$$

Обе модели легко могут быть встроены в систему оценивания. Функцию  $\theta(t)$  можно подобрать в точности соответствующей наблюдаемой кривой доходности. В частности, HW в случае постоянных  $a$  и  $\sigma$  допускает ее аналитическое представление. Для наблюдаемой форвардной кривой короткой ставки  $f(t)$  она имеет вид:

$$\theta(t) = f(t) + \frac{1}{a} \frac{df(t)}{dt} + \frac{\sigma^2}{2a^2} (1 - e^{-2at}).$$

При этом ожидание короткой ставки выглядит так:

$$E[r(t)] = f(t) + \frac{\sigma^2}{2a^2} (1 - e^{-at})^2.$$

Второе слагаемое — поправка на выпуклость (convexity adjustment) — разность между ожидаемыми короткими и форвардными ставками, которая пропорциональна квадрату волатильности. Для бескупонной ставки доходности любой срочности эта поправка имеет схожий вид и существенно растет с ростом срока и форвардного времени. В модели HW бескупонные ставки нормально распределены и линейны по коротким ставкам, что помогает явно связать волатильность коротких и длинных ставок и калибровать эту связь по наблюдаемой на рынке. В модели CIR бескупонные ставки доходности имеют нецентрального распределение-квадрат, всегда положительны и на длинных сроках менее волатильны, чем в модели HW (при равных  $\sigma$ ).

Учитывая ограниченность рыночных инструментов, доступных для калибровки временной структуры волатильности ставок, ДОМ.РФ для целей анализа использует обе модели, допуская не единственную интерпретацию рыночных данных. В различных условиях и для портфелей разного профиля (с дисконтом или с премией) стоимость риска досрочных погашений (prepayment option cost) в этих двух моделях будет различной.

В рамках подхода (2) наряду с моделью коротких ставок используется авторегрессионное представление рыночных показателей<sup>1</sup>, значимых для поведенческой динамики ипотеки (индекс цен на недвижимость, средняя ставка по выдаваемым ипотечным кредитам, инфляция), которые далее используются в качестве генератора сценариев для симуляций денежных потоков.

**МОДЕЛЬНАЯ ЦЕНА**

В рамках концепции риск-нейтральности цена может быть представлена как ожида-

$$^1 \begin{pmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \dots \\ Y_N \end{pmatrix}_t = A^{N \times 1} + B^{N \times N} \cdot \begin{pmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \dots \\ Y_N \end{pmatrix}_{t-1} + C^{N \times 1} \cdot r(t) + \left( \sum \varepsilon \right)^{N \times 1},$$

где  $r(t)$  — короткая ставка (risk-free).

емая приведенная стоимость денежных потоков:

$$P = E^Q[V] = E^Q[\sum_{t=0}^M PV(t)] = E^Q[\sum_{t=0}^M CF(t)D(t)]$$

где  $P$  — цена,  $V$  — оценка ИЦБ, случайная величина, реализация которой соответствует экономическому сценарию,  $PV(t)$  — приведенная стоимость в момент  $t$ ,  $CF(t)$  — сценарный денежный поток в  $t$ ,  $D(t)$  — сценарный фактор дисконтирования. Оператор ожидания  $E^Q$  берется в риск-нейтральной мере, соответствующей реализациям путей коротких ставок.

Вычисляя  $V_i$  для каждого пути  $i$  (см. пример на Рисунке 4), а также предполагая риск-нейтральную реализацию  $CF(t)$  и пользуясь законом больших чисел в сильной форме, имеем:

$$P = E^Q[V] = \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N V_i$$

Дисконтирующий сценарный фактор  $D(t)$  вычисляется непосредственно из процесса короткой (risk-free) ставки:

$$D(t) = D(0,1)D(1,2) \dots D(t-1,t) = \prod_{i=0}^{t-1} \exp(-r(i)\Delta t) = \exp\{-\sum_{i=0}^{t-1} r(i)\Delta t\}$$

где  $D(t-1,t)$  — дисконтирующий фактор для  $t$  на конец периода  $t-1$ ,  $r(i)$  — короткая ставка,  $\Delta t$  — шаг времени для симуляций (как правило, 1 месяц).

Как уже отмечалось, наименее определенная составляющая оценки, ставящая под

вопрос возможность риск-нейтрального оценивания, согласованного с рынком, — это генератор  $CF(t)$ , определяемый моделью досрочных погашений пользователя, что требует рыночной поправки.

### РЫНОЧНАЯ ПОПРАВКА — OAS

Модельная цена, вообще говоря, не совпадает с рыночной. Если пользователь верит в модель досрочных погашений, то для приведения модельной цены в соответствие с рыночной в стохастическом дисконт-факторе используется поправка в виде дополнительного спреда:

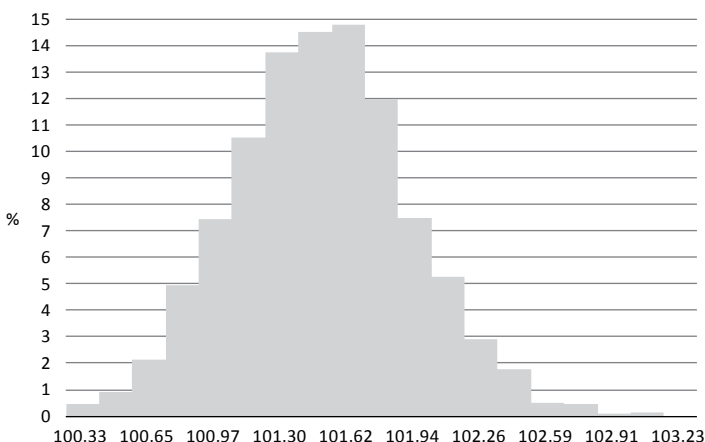
$$P_{market} = E^Q[\sum_{t=0}^M CF(t) \cdot \exp\{-\sum_{i=0}^{t-1} (r(i) + OAS)\Delta t\}]$$

где  $OAS$  — спред с учетом опционов — величина, для которой это уравнение выполняется. Он может рассматриваться как избыточная доходность, сверх безрисковой, после поправки на риск досрочных погашений, в явном виде учитываемый в реализациях Монте-Карло в соответствии с моделью. OAS неявно определен тремя слагаемыми рыночной премии за:

- 1) кредитный риск эмитента,
- 2) ликвидность,
- 3) неопределенность (модельный риск) досрочных погашений в системах оценки.

В данной концепции легко устанавливается модельная стоимость опциона досрочных погашений, обусловленная неопределенностью процентных ставок. А именно:

**Рисунок 4**  
**Распределение оценок  $V_i$  для 2500 симуляций.**  
**Среднее (P) = 101.49.**  
**Ширина доверительного (95%) интервала оценки составляет  $\pm 0.026$**   
 Источник: Расчеты ДОМ.РФ



$Prepayment\ Option\ Cost = ZVOAS - OAS,$

где  $ZVOAS$  — zero-volatility  $OAS$  — спред, соответствующий  $P_{market}$  для одного сценария денежных потоков, определяемого той же моделью для наблюдаемой форвардной кривой:

$$P_{market} = \sum_{t=0}^M CF^f(t) \cdot \exp\{-\sum_{i=0}^{t-1}(f(i) + ZVOAS)\Delta t\}.$$

Расчеты показывают, что так определенная модельная цена опциона может находиться в пределах от нескольких до нескольких десятков базисных пунктов — в зависимости от модели короткой ставки и текущих рыночных условий, которые определяют свойство выпуклости цены ИЦБ. Как правило, на премиальном рынке ИЦБ, когда опцион на досрочное погашение находится в деньгах (in-the-money) (значительная часть заемщиков в ипотечных покрытиях находится под стимулом к рефинансированию), стоимость опциона оценивается низко, в то время как слагаемые «модельного риска» в составе спреда имеют свойство расширяться, приводя к большому значению  $OAS$ , свидетельствуя о более высокой цене риска недооценки досрочных погашений. В меньшей степени, но похожий эффект должен наблюдаться на дисконтном рынке ИЦБ, когда опцион будет вне денег по всему или большей части портфеля (out-of-the-money) и риск будет связан с переоценкой досрочных погашений, источником

которых уже является не исполнение опциона, а досрочное погашение в силу оборота на рынке недвижимости (переезд, улучшение жилищных условий и т. п.). Этот рациональный аргумент известен как  $OAS$  smile, статистически подтверждается на развитом рынке и в целом согласован с модельными оценками  $ДОМ.РФ$ . Наименьшие  $OAS$  можно было бы наблюдать в моменте, когда портфели находятся в состоянии current coupon, то есть с ценой около номинала, но они, как правило, «компенсируются» большей стоимостью опциона досрочных погашений. Это согласуется с логикой того, что в точке перегиба кривой refinancing incentive риск досрочных погашений наиболее волатилен.

С точки зрения рыночных (конвенциональных)  $Z$ -спредов, стоимость опциона по той или иной бумаге в значительной мере зависит от прогнозов темпов амортизации (досрочных погашений), которыми часто оперируют трейдеры. Переходя к таким конвенциональным, статическим спредам, можно наблюдать широкий разброс стоимости опциона, которую подразумевает рынок, если оценивать с тем же  $OAS$ . В ряде периодов по отдельным выпускам можно было наблюдать в том числе и отрицательную величину  $Z$  —  $OAS$ , связанную с отклонением прогноза от среднего по модели.

На Рисунке 5 приведен пример вычислений  $OAS$  на наблюдаемых ценах сделок с одним из выпусков Ипотечного агента  $ДОМ.РФ$  («Фабрики ИЦБ»). Большую часть первой поло-

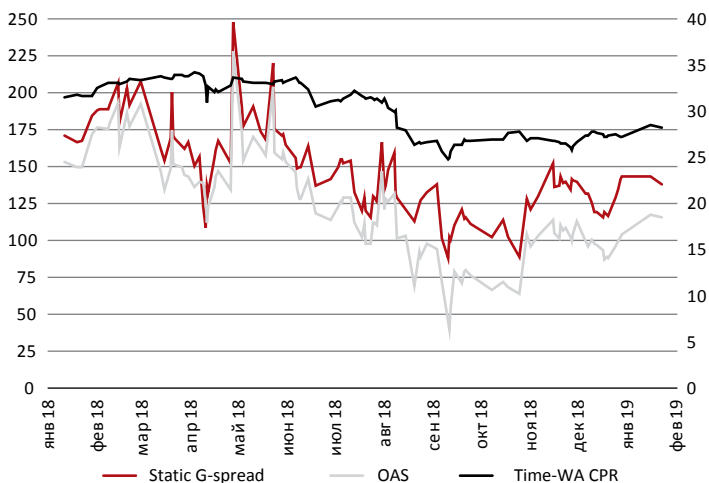


**Рисунок 5**  
**OAS (левая ось, bps),**  
**вычисленный на данных**  
**о ценах (правая ось, %**  
**номинала) в сделках**  
**с выпуском от 27.11.2017,**  
**ISIN RU000AOZYJT2**

Источник: Московская биржа,  
расчеты  $ДОМ.РФ$

Рисунок 6  
OAS, статический  
G-спред ожидаемой  
доходности к 2-летней  
бескупонной доходности  
ОФЗ (левая ось, bps),  
средневзвешенный  
модельный CPR (правая  
ось, %) для выпуска ISIN  
RU000A0ZYT2

Источник: Московская биржа,  
расчеты ДОМ.РФ



вины 2018 года OAS составлял выше 150 bps, однако со второй половины августа и до конца октября в терминах OAS бумага стала выглядеть значительно дороже (OAS ниже 75 и даже ниже 50 в течение нескольких дней сентября). Такое нестабильное поведение OAS, не объясняемое тремя упомянутыми выше факторами, говорит либо об искажении цены (mispricing), либо о наличии арбитража. Несмотря на то что модель показывает падающую динамику коэффициента CPR, остающийся риск недооценки досрочных погашений в наблюдаемой цене привел к росту стоимости опциона, если смотреть на статические спреда доходности ИЦБ к 2-летней бескупонной доходности ОФЗ (Рисунок 6).

Использованная на графике доходность к погашению вычислена по наблюдаемой цене с использованием денежного потока, усредненного по всем сценариям. Как видно, в рамках одной модели вычисление статического спреда на этом среднем, «прогнозом» потоке может существенно переоценивать бумагу, поскольку не может измерять, а значит, учитывать стоимость неопределенного будущего.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Представление цены в виде дисконтированного прогнозного денежного потока не может оставаться единственной концепцией, в которой работают системы оценки ИЦБ. Сейчас уже достаточно накопленных данных и знания первичной ипотеки, чтобы,

пользуясь современными вычислительными технологиями, аналитики ИЦБ начали переходить в своей работе от субъективных и неопределенных прогнозов к обычной инженерной работе по разработке моделей оценки, в которых неопределенность, как фундаментальное свойство ИЦБ, хорошо измерима, а значит, управляема.

Оценка ипотечных финансовых инструментов — это область, которая лежит на стыке науки, эмпирического знания и интуиции. В ней требуются разносторонние взгляды и навыки из различных дисциплин: статистики и анализа данных, макроэкономики и теории арбитражного ценообразования, случайных процессов и численных методов, оптимизации алгоритмов и так далее. Как заметил Andrew Davidson<sup>1</sup>, проблемы оценки ИЦБ быстро перестают быть задачами для «чистых» квантов, так как со временем приходит понимание, что они слишком неустойчивы, требуют дополнительного знания, новых идей и их постоянного пересмотра в меняющихся условиях, что не описывается законченной математической теорией. Но по этой же самой причине это одна из самых интересных и перспективных областей, которая только начинает открываться на российском финансовом рынке.

<sup>1</sup> Richard R. Lindsey and Barry Schachter, eds. (2007) How I Became a Quant: Insights from 25 of Wall Street's Elite, John Wiley & Sons, Inc., 2007.



### Облигации

Основные параметры, биржевые котировки, котировки участников рынка, график выплат и оферты



### Биржевые котировки

- по бирже на дату
- по бумаге за период



### Индексы

Текущие и архивные значения 6000 индексов, статистика долговых рынков



### Календарь событий

Размещения, выплаты купонов и амортизация, оферты и погашения



### Отчетность эмитента

Отчетность РСБУ и МСФО всех эмитентов СНГ



### Watchlist

Мониторинг избранных эмиссий по 30 параметрам



### Калькулятор

Расчет доходности и дюрации, выпуклости и стоимости одного б.п.



### Карты рынка

130 различных карт по странам, секторам и отраслям



### Акции

Параметры бумаги, биржевые котировки, дивиденды



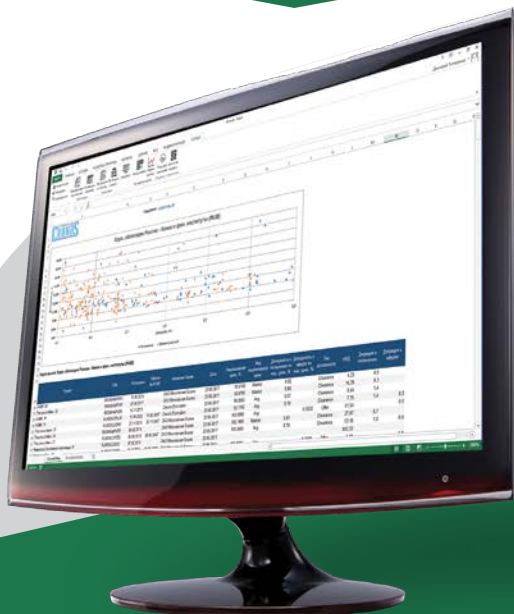
### Встроенные функции

50 функций по облигациям, акциям, котировкам и индексам

Пользуйся  
функционалом

Получай  
данные

Прямо  
в MS Excel







ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2019

Приложение 1  
Участники рынка

# Компании — организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке

Название	Адрес	Телефон	Сайт
Sberbank CIB	117312, г. Москва, ул. Вавилова, д. 19	(495) 258-05-00	www.sbrf-cib.ru
Абсолют Банк	127051, г. Москва, Цветной бул., д. 18	(495) 777-71-71	www.absolutbank.ru
Альфа-Банк	107078, г. Москва, Каланчевская ул., д. 27	(495) 620-91-91	www.alfabank.ru
Банк «ДОМ.РФ»	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 10	(495)775-86-86	www.domrfbank.ru
Банк «ФК Открытие»	115114, г. Москва, Летниковская ул, д. 2, стр. 4	(495) 737-73-55	www.otkritiefc.ru
БК «Регион»	119021, г. Москва, Зубовский бул., д. 11А	(495) 777-29-64	www.region.ru
АО ВТБ Капитал	123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 12, башня «Федерация»	(495) 960-99-99	www.vtbcapital.ru
Газпромбанк	117418, г. Москва, Новочеремушкинская ул., д. 63	(495) 913-74-74	www.gazprombank.ru
ДОМ.РФ	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 10	(495) 775-47-40	дом.рф
Евразийский банк развития	119034, г. Москва, 1-й Зачатьевский пер., д. 3, стр. 1	(495) 258-27-60	www.eabr.org
ИФК «Солид»	123007, г. Москва, Хорошевское шоссе, д. 32А, комната 14	(495) 250-70-10	www.solidbroker.ru
Металлинвестбанк	119180, г. Москва, ул. Большая Полянка, д. 47, стр. 2	(495) 727-97-97	www.metallinvestbank.ru
МСП Банк	115035, г. Москва, Садовническая ул., д. 79	(495) 783-79-98	www.mspsbank.ru
Промсвязьбанк	109052, г. Москва, Смирновская ул., д. 10, стр. 22	(495) 787-33-33	www.psbank.ru
Райффайзенбанк	129090, г. Москва, Троицкая ул, д. 17, стр. 1	(495) 721-99-00	www.raiffeisen.ru
РОСБАНК	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34	(495) 789-88-77	www.rosbank.ru
Совкомбанк	156000, г. Кострома, пр. Текстильщиков, д. 46	(4942) 39-09-10	www.sovcombank.ru
ТРИНФИКО	129090, г. Москва, Ботанический пер., д. 5	(495) 725-25-00	www.trinfico.ru



Sberbank CIB<sup>1</sup> — корпоративно-инвестиционный бизнес Сбербанка. К ключевым направлениям деятельности относятся корпоративное кредитование (включая торговое финансирование), документарный бизнес, торговые операции с ценными бумагами, собственные инвестиции, инвестиционно-банковские услуги, а также полный спектр услуг по секьюритизации, включая анализ бизнес-процессов клиента, структурирование, разработку документации и регистрацию сделки, координацию работы с ФАС, Банком России и Московской биржей. Эксперты компании оказывают всестороннюю поддержку при присвоении рейтинга и поручительстве, в том числе предоставляют услуги повышения качества сделок с использованием продуктов Sberbank CIB.

Sberbank CIB обслуживает юридические лица, объединенные в конгломераты и холдинги, среди которых — крупнейшие корпорации, финансовые институты, государственные, федеральные и субфедеральные органы власти и организации.

Sberbank CIB удостоен ряда авторитетных наград и премий, в том числе таких, как «Самый инновационный инвестиционный банк» в регионе Центральной и Восточной Европы по версии журнала The Banker и «Лучший инвестиционный банк в России» по версии журнала Global Finance<sup>2</sup> 2018. Продукты и услуги Sberbank CIB доступны в собственных офисах в Москве, в 12 территориальных банках Сбербанка по всей России, а также в дочерних компаниях — в Sberbank CIB US Нью-Йорке, в Sberbank CIB UK в Лондоне, в SIB Cyprus Limited в Никосии; в Sberbank (Switzerland) AG в Цюрихе<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Наименование Sberbank CIB используется в качестве бренда для идентификации продуктов и услуг и не является фирменным наименованием. Перечень продуктов и услуг может отличаться от юрисдикции и местного законодательства.

АО «Сбербанк КИБ» Россия, Москва, 117312, ул. Вавилова, д. 19 (лицензия №045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия №045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия №045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003), ПАО Сбербанк, Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, д. 19, www.sberbank.ru (генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций №1481 от 11.08.2015)

<sup>2</sup>Список предлагаемых продуктов и услуг может отличаться от юрисдикции и местного законодательства.



Корпоративно-инвестиционный бизнес группы ВТБ является лидером инвестиционно-банковского сектора на развивающихся рынках, в России, странах СНГ, Центральной и Восточной Европе.

С момента создания ВТБ Капитал в 2008 году команда сумела добиться впечатляющих результатов и стать ключевым партнером для клиентов по всему миру, обеспечивая доступ как на российский, так и на международные рынки капитала.

ВТБ Капитал принял участие более чем в 830 сделках на рынках долгового и акционерного капитала, что позволило привлечь в экономику России и стран СНГ инвестиции на сумму свыше 290 млрд долларов США.

ВТБ Капитал осуществляет операции из офисов в Москве, Лондоне, Гонконге, Сингапуре, Цуге, Франкфурте-на-Майне, Софии и Вене. Головной офис компании находится в Москве.

[www.vtbcapital.ru](http://www.vtbcapital.ru)

+7 (495) 960 9999

АО ВТБ Капитал

На правах рекламы

## «Фабрика ИЦБ» АО «ДОМ.РФ» — новый инструмент на рынке ипотечных ценных бумаг



«Фабрика ИЦБ» — инструмент рефинансирования ипотечных кредитов через выпуск односторонних ипотечных ценных бумаг с полным солидарным поручительством единого института развития в жилищной сфере. Первая сделка проведена в конце 2016 года. С начала работы «Фабрики ИЦБ» состоялось 11 выпусков облигаций на сумму более 247 млрд рублей. С ведущими ипотечными кредиторами заключены соглашения на секьюритизацию портфелей более чем на 800 млрд руб. в следующие три года. Доля облигаций с ипотечным покрытием «Фабрики ИЦБ» в объеме находящихся в обращении жилищных ипотечных ценных бумаг составляет более 50%. Секьюритизация через «Фабрику ИЦБ» позволяет оригинатору повысить эффективность ипотечного бизнеса путем повышения ликвидности ипотечных активов и снижения нагрузки на капитал.

АО «ДОМ.РФ» создано в 1997 году для реализации государственной политики в жилищной сфере. 100% акций ДОМ.РФ принадлежит государству в лице Росимущества. ДОМ.РФ задает направление развития жилищному рынку России, повышает доступность современного комфортного жилья и меняет облик городской среды. В рамках своей деятельности ДОМ.РФ занимается развитием рынка ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг, развитием рынка арендного жилья, в том числе с использованием механизмов коллективных инвестиций, вовлечением неиспользуемых федеральных земель в оборот и формированием комфортной городской среды. Среди задач ДОМ.РФ — создание на базе Банка ДОМ.РФ универсального ипотечно-строительного банка, который сосредоточится на разработке единой экосистемы «вокруг жилья»: от кредитования граждан до развития банковского сопровождения и проектного финансирования застройщиков.

 125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 10

 +7 (495) 775 47 40

 mailbox@domrf.ru

На правах рекламы



#### АО «Райффайзенбанк»

Райффайзенбанк — ведущий универсальный банк в России, а также один из признанных лидеров на рынке инвестиционных услуг.

На рынке секьюритизации Райффайзенбанк присутствует с 2007 года. В соответствии со стратегией группы Raiffeisen в 2014 году секьюритизация была выделена в самостоятельное клиентоориентированное направление бизнеса, что положило начало формированию комплексной инфраструктуры, нацеленной на предоставление полного пакета услуг на рынке обеспеченных ценных бумаг. Среди проектов, в которые был вовлечен Райффайзенбанк, — ипотечные сделки, в том числе сделки ДОМ.РФ, первая мультиоригинаторная сделка, первая рублевая сделка секьюритизации потребительских кредитов, первая внутрироссийская сделка секьюритизации автокредитов, а также собственные проекты секьюритизации.

За последние три года (2016–2018 годы) были успешно реализованы сделки ипотечной секьюритизации с ПАО «Абсолют Банк» и ПАО «МКБ», закрыта сделка в рамках программы «Фабрика ИЦБ» ДОМ.РФ, принято участие в ипотечных сделках ИА «Металливест 2», ИА «БСПБ 2».

Сегодня Райффайзенбанк, представленный международной командой профессионалов, имеющих богатый практический опыт в области секьюритизации как на российском, так и на международном рынке ABS, является одним из ведущих участников российского рынка обеспеченных ценных бумаг. Это позволяет находить оптимальные пути реализации сделок на всех этапах, предлагать клиентам новые продукты и быстро реагировать на внешние вызовы.

#### Контакты в России:

##### Олег Корнилов

Исполнительный директор по рынкам долгового капитала  
управления корпоративных и инвестиционно-банковских продуктов  
okornilov@raiffeisen.ru

119002, г. Москва  
Смоленская-Сенная пл., 28  
RBRU-ABF@raiffeisen.ru  
+7 (495) 721 99 00

На правах рекламы



ПАО «Совкомбанк» — крупнейший частный банк на рынке организации финансирования — предлагает полный спектр услуг на рынке капитала, включая секьюритизацию, проектное и концессионное финансирование, выпуск и размещение сложноструктурированных инструментов.

ПАО «Совкомбанк» входит в ТОП-20 российских банков по объему активов (свыше 850 млрд руб.) и ТОП-20 банков по объему портфеля облигаций (более 200 млрд руб.). По состоянию на 01.01.2018 размер собственных средств (капитала) ПАО «Совкомбанк» превысил 110 млрд руб.

Надежность Банка подтверждена тремя ведущими мировыми рейтинговыми агентствами: S&P (рейтинг BB-), Fitch (рейтинг BB), Moody's (рейтинг Ba3). Два российских рейтинговых агентства также присвоили высокие оценки: АКРА (рейтинг А) и Эксперт РА (рейтинг ruA).

123100, г. Москва,  
Краснопресненская набережная, д. 14, стр. 1  
Генеральная лицензия № 963 от 5 декабря 2014 г.

+7 (495) 988 93 70  
cib@sovcombank.ru  
sovcombank.ru

На правах рекламы



## БОЛЬШОЙ БАНК ДЛЯ БОЛЬШОГО БИЗНЕСА

Банк «Открытие» предлагает широкий спектр услуг на рынках капитала, включая секьюритизацию, организацию сложноструктурированных инструментов и решение задач клиентов по акционерному и долговому финансированию.

«Открытие» — один из крупнейших универсальных банков России с диверсифицированной структурой бизнеса. Банк работает на финансовом рынке с 1993 года.

Сегодня банк «Открытие» входит в список системно значимых кредитных организаций, утвержденный Центральным банком РФ. Надежность банка подтверждена рейтингами национальных (АКРА, А+) и международных агентств (Moody's Investors Service, Ba2).

**+7 495 797-32-48**

доб. 11 7818

**8 800 700-28-77**

звонок по России бесплатный

**IBPS@open.ru**

**open.ru**

ПАО Банк «ФК Открытие» (банк «Открытие»). Генеральная лицензия Банка России № 2209. ПИП4, г. Москва, ул. Летниковская, д. 2, стр. 4. Реклама. О+

На правах рекламы

## Банки–оригинаторы — участники рынка ипотечного кредитования\*

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2018 году, млн руб.	Объем выданных ипотечных кредитов в 2017 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2017 году, %	Телефон	Сайт
Сбербанк	1 560 204	1 082 413	44	800 555-55-50	www.sberbank.ru
ВТБ	672 292	376 736	78	800 100-24-24	www.vtb24.ru
Газпромбанк	149 408	79 808	87	800 100-07-01	www.gazprombank.ru
Россельхозбанк	128 004	73 723	74	800 100-01-00	www.rshb.ru
ДельтаКредит	74 643	58 864	27	800 200-07-07	www.deltacredit.ru
Райффайзенбанк	63 441	59 200	7.2	800 700-91-00	www.raiffeisen.ru
Абсолют Банк	48 096	27 251	76	800 200-20-05	www.absolutbank.ru
Банк «Открытие»	33 743	12 466	171	800 700-77-77	www.open.ru
Альфа-Банк	33 049	н/д	н/д	800 200-00-00	www.alfabank.ru
Банк «Уралсиб»	30 531	27 085	13	800 250-57-57	www.uralsib.ru
АК БАРС Банк	29 847	14 165	111	800 200-53-03	www.akbars.ru
Банк «Возрождение»	28 451	16 048	77	800 755-00-05	www.vbank.ru

Источник: «Русипотека».

\* Банки, участвующие в рейтинге компании «Русипотека».

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2018 году, млн руб.	Объем выданных ипотечных кредитов в 2017 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2017 году, %	Телефон	Сайт
Промсвязьбанк	26 973	13 494	100	800 333-03-03	www.psbank.ru
Совкомбанк	26 245	20 680	27	800 200-66-96	www.sovcombank.ru
Банк «Санкт-Петербург»	25 289	24 946	1.47	800 222-50-50	www.bspb.ru
Банк ДОМ.РФ	24 820	16 052	55	800 775-86-86	www.domrfbank.ru
ЮниКредит Банк	22 428	9493	136	800 700-10-20	www.unicreditbank.ru
«Центр-инвест»	14 140	11 415	24	800 200-99-29	www.centrinvest.ru
СМП Банк	12 461	5805	115	800 555-25-55	www.smpbank.ru
Транскапиталбанк	12 406	9692	28	800 100-32-00	www.tkbbank.ru
Запсикомбанк	10 809	11 249	-3.9	800 100-50-05	www.zapsikombank.ru
Связь-Банк	9006	11 580	-22.2	800 500-00-80	www.sviaz-bank.ru
Московский кредитный банк	8255	5050	63	800 775-51-52	www.mkb.ru
Примсоцбанк	7188	6715	7	800 200-42-02	www.pskb.com
РНКБ	6403	2448	162	800 234-27-27	www.rncb.ru
Банк «Левобережный»	5720	4439	29	800 333-35-55	www.nskbl.ru
Металлинвестбанк	5282	5759	-8.3	800 250-97-97	www.metallinvestbank.ru
Банк «Кубань Кредит»	4072	3821	6.6	800 555-25-18	www.kk.bank
Банк «ЗЕНИТ»	3018	3570	-16	500 200-66-77	www.zenit.ru



## Абсолют Банк

Абсолют Банк – федеральный банк с фокусом на высокотехнологичное развитие в приоритетных направлениях бизнеса. Банк специализируется на работе в сегментах с высоким уровнем экспертизы и уникальными ИТ-решениями: ипотеке, автокредитовании и МСБ в цифровом формате, на системном обслуживании компаний холдинга ОАО «РЖД», на комплексных решениях в private banking. Абсолют Банк развивает уникальную на рынке платформу тендерной продажи и секьюритизации портфелей ипотечных закладных и автокредитов.

Абсолют Банк входит в ТОП-40 финансово-кредитных организаций России по размеру активов и представлен в 25 регионах РФ. Основной акционер – структуры крупнейшего на рынке Негосударственного пенсионного фонда «Благосостояние».

**Адрес:** 127051, Москва, Цветной бульвар, д. 18  
**Многоканальный телефон:** +7 (495) 777-71-71  
**www.absolutbank.ru**

АКБ «Абсолют Банк» (ПАО). Ген. лицензия Банка России № 2306.

# Рейтинговые агентства

Название	Адрес	Телефон	Сайт
<b>Представительства международных рейтинговых агентств</b>			
Moody's Investors Service	125047, г. Москва, 1-я Тверская-Ямская ул., д. 21, БЦ «Фор Виндз Плаза», 7-й этаж	(495) 228-60-60	www.moody.com
Standard & Poor's	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 4/7, стр. 2, БЦ «Моховая», 7-й этаж	(495) 783-40-00	www.standardandpoors.com
Fitch Ratings	115054, г. Москва, Валовая ул., д. 26, БЦ «ЛайтХаус»	(495) 956-99-01	www.fitchratings.com
<b>Российские рейтинговые агентства</b>			
АКРА	115035, г. Москва, Садовническая ул., д. 75, БЦ «Аврора Бизнес Парк», подъезд F2, 4-й этаж	(495) 139-04-80	www.acra-ratings.ru
«Эксперт РА»	109240, г. Москва, Николаямская ул., д. 13, стр. 2, 7-й этаж	(495) 225-34-44	www.raexpert.ru

## Moody's INVESTORS SERVICE

Рейтинговое агентство Moody's Investors Service является одним из ведущих в мире рейтинговых агентств, занимающихся присвоением кредитных рейтингов и публикацией аналитических материалов. Благодаря своему опыту, экспертным знаниям и высоким профессиональным стандартам агентство Moody's вносит свой вклад в повышение прозрачности финансовых рынков и их интеграцию.

В рамках присвоения рейтингов и анализа кредитоспособности эмитентов и их ценных бумаг агентство оценивает более 135 суверенных государств, около 5000 нефинансовых корпоративных эмитентов, 4000 финансовых корпоративных эмитентов, 18 000 эмитентов государственного сектора, и 11 000 сделок структурированного финансирования и 1000 эмитентов сектора инфраструктуры и проектного финансирования. Moody's Investors Service является дочерней компанией Moody's Corporation (NYSE: MCO), выручка которой за 2017 год составила 4.2 млрд долларов США, а численность персонала составляет около 12 600 человек по всему миру. Компания Moody's Corporation осуществляет свою деятельность в 42 странах. Более подробная информация доступна на сайте [www.moody.com](http://www.moody.com)

## Контакты

Алексей Сажин  
глава российского филиала  
Moody's Investors Service Ltd.  
Тел. +7.495.228.60.55  
[alex.sazhin@moody.com](mailto:alex.sazhin@moody.com)

Moody's Investors Service  
российский филиал Россия  
125047, Москва,  
ул. 1-я Тверская-Ямская, 21  
Бизнес-центр «Фор Виндз Плаза»  
7-й этаж  
Тел.: +7.495.228.60.60  
Факс: +7.495.228.61.61

## S&P Global Ratings

S&P Global Ratings – признанный мировой лидер в области присвоения кредитных рейтингов. Осуществляя свою деятельность в 28 странах мира, S&P Global Ratings является неотъемлемой частью мировой финансовой инфраструктуры и на протяжении вот уже 150 лет занимает лидирующие позиции в предоставлении участникам рынка независимых индикаторов, необходимых для принятия инвестиционных и финансовых решений.

### КОНТАКТЫ

Москва, 125009, бизнес-центр «Моховая», ул. Воздвиженка, дом 4/7, стр. 2, 7-й этаж

Телефон: 7 (495) 783-40-00  
Факс: 7 (495) 783-40-01

russia@spglobal.com  
www.standardandpoors.com

## Юридические и финансовые консультанты

Название	Адрес	Телефон	Сайт
Allen & Overy	107031, г. Москва, Дмитровский пер., д. 9	(495) 725-79-00	www.allenoverly.com
Baker & McKenzie	125196, г. Москва, Лесная ул., д. 9, БЦ «Белые сады», 10-й этаж	(495) 787-27-00	www.bakermckenzie.com
Bryan Cave Leighton Paisner	123100, г. Москва, Пресненская наб., д. 8, стр. 1	(495) 287-44-44	www.gbplaw.ru
Clifford Chance	125047, г. Москва, ул. Гашека, д. 6	(495) 258-50-50	www.cliffordchance.com
Deloitte	125047, г. Москва, Лесная ул., д. 5, стр. Б	(495) 787-06-00	www.deloitte.com
EY	115035, г. Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1, БЦ «Аврора»	(495) 755-97-00	www.ey.com
KPMG	123317, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, Комплекс «Башня на набережной», блок «С»	(495) 937-44-77	www.kpmg.com
Latham & Watkins	125047, г. Москва, ул. Гашека, д. 6, офис 510	(495) 785-12-34	www.lw.com
Legal Capital Partners	119048, г. Москва, ул. Усачева д. 1, с. 1	(495) 122-05-17	www.lecap.ru
PwC	125047, г. Москва, ул. Бутырский Вал, 10, БЦ «Белая Площадь»	(495) 967-60-00	www.pwc.ru
Securitisation Services Russia	101000, г. Москва, Бол. Златоустинский пер., д. 1, стр. 1	(495) 743-12-99	www.securitisation-services.ru
TMF Group	125171, г. Москва, Ленинградское шоссе, д. 16А, стр. 1, БЦ «Метрополис», 8-й этаж	(495) 777-00-85	www.tmf-group.com
White&Case	125009, г. Москва, Романов пер., д. 4	(495) 787-30-00	www.whitecase.com
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»	119017, г. Москва, ул. Бол. Ордынка, д. 40/5	(495) 935 80-10	www.epam.ru
«Иванян и Партнеры»	123100, г. Санкт-Петербург, наб. реки Мойки, д. 11, лит. А, офис 21Н	(812) 647-00-46	www.ivanyanandpartners.ru
«Корельский, Ишук, Астафьев и партнеры»	127055, г. Москва, ул. Бутырский Вал, 68/70, стр. 4/5, БЦ «Бейкер Плаза», правый корпус, 3-й этаж	(495) 660-49-09	www.kiaplaw.ru
«Ласета Партнерс»	119435, г. Москва Саввинская наб., д. 15, БЦ «Японский дом»	(495) 783-16-41	www.laseta-partners.ru
«Линия права»	115114, г. Москва, Шлюзовая наб., д. 4, БЦ «Россо Рива», 5-й этаж	(495) 937-80-00	www.lp.ru
«Линклейтерз»	115054, г. Москва, Павелецкая пл., д. 2, стр. 2	(495) 797-97-97	www.linklaters.com



# Baker McKenzie.

Baker McKenzie более 15 лет является лидирующим юридическим и налоговым консультантом по сделкам секьюритизации и структурному финансированию в России и странах СНГ.

Наша команда участвовала в структурировании и реализации целого ряда новаторских сделок с различными активами – потребительскими кредитами, кредитными картами, автокредитами, кредитами МСП, ипотекой, лизингом, арендными платежами, факторингом, межбанковскими клиентскими платежами. За 2015–2018 гг. наша команда сопроводила более 25 сделок секьюритизации на российском рынке, включая первые в своем роде сделки с кредитами МСП и лизинговой задолженностью.

Мы осуществляем реализацию сделок «под ключ» в режиме «одного окна». Наши специалисты осуществляют полное юридическое и налоговое сопровождение сделки на всех ее этапах и во всех необходимых юрисдикциях.

Работа нашей команды была отмечена многочисленными наградами, такими как «Сделки и инновации года» и «Лучшая сделка по секьюритизации активов на развивающихся рынках».

Согласно авторитетным рейтингам юридических консультантов **C-Bonds**, **Chambers Europe**, **Legal 500 EMEA** и **IFLR1000**, Baker McKenzie является лидером в области секьюритизации в России, а практику фирмы возглавляет «гуру в области секьюритизации» – Владимир Драгунов.

## Контакты

Бизнес-центр «Белые сады»  
Лесная улица, 9  
Москва 125196, Россия  
Тел.: +7 (495) 787 2700  
[www.bakermckenzie.com](http://www.bakermckenzie.com)

**Владимир Драгунов, Партнер**  
[vladimir.dragunov@bakermckenzie.com](mailto:vladimir.dragunov@bakermckenzie.com)

На правах рекламы

**Bryan Cave Leighton Paisner (Russia) (до 2018 года в России – Goltsblat BLP)** является частью глобальной фирмы, одной из крупнейших в мире, образованной в результате объединения юридических фирм Bryan Cave LLP и Berwin Leighton Paisner LLP, включая российскую практику последней – Goltsblat BLP. Банковская и финансовая практика Bryan Cave Leighton Paisner (Russia) LLP в Москве является неотъемлемой частью нашей глобальной финансовой практики, объединяющей более 300 высококвалифицированных юристов, в том числе в крупнейших международных финансовых центрах, включая Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт и Сингапур.

Мы консультируем крупнейшие российские и международные банки, компании и иные финансовые институты по всем вопросам в области структурного финансирования и рынков капитала, включая секьюритизацию различных классов активов, выпуск обеспеченных облигаций, производные финансовые инструменты, нормативное регулирование деривативов и банковское регулирование.

Помимо этого наша команда оказывает всестороннюю юридическую поддержку в области обеспеченного и необеспеченного кредитования, проектного финансирования и ГЧП, финансирования приобретения активов и проектов в сфере недвижимости, реструктуризации и несостоятельности, а также санкций, финтех и криптовалют.

“ Команду отличает оптимальный баланс цены и качества, высочайший профессионализм в отношениях с клиентами, богатый опыт и отличное понимание отраслевой специфики. ”

IFLR1000 2019

**BRYAN  
CAVE  
LEIGHTON  
PAISNER BLP**

ранее в России  
Goltsblat BLP

## Основные контактные лица:

**Татьяна Паршак**  
Партнер, банковская и  
финансовая практика  
E: [tatiana.parshak@bclplaw.com](mailto:tatiana.parshak@bclplaw.com)

**Олег Хохлов**  
Партнер, руководитель  
банковской и финансовой  
практики  
E: [oleg.khokhlov@bclplaw.com](mailto:oleg.khokhlov@bclplaw.com)

**Адрес:**  
Пресненская наб., д. 8, стр. 1  
Москва, 123100, Россия  
Т: +7 495 287 44 44  
[www.bclplaw.com](http://www.bclplaw.com)

На правах рекламы

RMBS    ABS    CLN    CLO    COVERED  
 CMBS    ■    LPN    —    BONDS

**10<sup>+</sup>** лет опыта  
на рынке  
секьюритизации

**10<sup>+</sup>** структурно-финансовых  
сделок с СФО /  
зарубежным аналогом

**26** выпусков  
ипотечных  
облигаций

**2** неипотечные  
секьюритизации  
с использованием СФО\*  
\* - (без учета сделок в разработке)



**ЛУЧШАЯ  
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА  
НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ**

**CBONDS AWARDS  
2012–2018**

119048, г. Москва,  
ул. Усачёва, д. 1, стр.1  
Тел: +7(495)122-05-17

[www.lecap.ru](http://www.lecap.ru)  
[lecap@lecap.ru](mailto:lecap@lecap.ru)  
[www.facebook.com/lecaplaw/](https://www.facebook.com/lecaplaw/)

На правах рекламы



Луиза ЛЕСНАЯ  
Директор

Тел. +7 985 282-20-31  
[lesnaya.luiza@trewetch-group.ru](mailto:lesnaya.luiza@trewetch-group.ru)

119435  
 Россия, Москва,  
 Большой Саввинский переулок  
 дом 10, стр. 2А  
[trewetch-group.ru](http://trewetch-group.ru)

## Тревеч Групп

группа российских компаний, предоставляющих административные и бухгалтерские услуги на рынке структурированных финансов в национальных сделках секьюритизации и проектного финансирования.

- Управляющая компания
- Единоличный исполнительный орган
- Бухгалтерский и налоговый учет
- Раскрытие информации
- Юридический консалтинг

Квалифицированная команда сопровождает специализированные финансовые общества от создания до ликвидации.

На правах рекламы



EY является международным лидером в области аудита, налогообложения, сопровождения сделок и консультирования. Наши знания и качество услуг помогают укреплять доверие общественности к рынкам капитала и экономике в разных странах мира. Мы формируем выдающихся лидеров, под руководством которых наш коллектив всегда выполняет взятые на себя обязательства. Тем самым мы вносим значимый вклад в улучшение деловой среды на благо наших сотрудников, клиентов и общества в целом.

Мы взаимодействуем с компаниями из стран СНГ, помогая им в достижении бизнес-целей. В 19 офисах нашей фирмы (в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске, Екатеринбурге, Казани, Краснодаре, Ростове-на-Дону, Владивостоке, Тольятти, Алматы, Астане, Атырау, Бишкеке, Баку, Киеве, Ташкенте, Тбилиси, Ереване и Минске) работают 4500 специалистов.

Россия, 115035, Москва,  
Садовническая набережная 77, стр. 1  
+7 (495) 755 9700 | +7 (495) 705 9700  
[www.ey.com](http://www.ey.com)

На правах рекламы

## Крупнейшие депозитарии по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов РС (деп)\*

№ п/п	Наименование	Статус	РС (деп), млн руб.	Адрес	Телефон	Сайт
1	Газпромбанк	Кредитная организация	2 460 747.34	117418, г. Москва, Новочеремушкинская ул., д. 63	(495) 287-61-00	<a href="http://www.gazprombank.ru">www.gazprombank.ru</a>
2	«Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»	Специализированный депозитарий	2 187 872.05	115162, г. Москва, ул. Шаболовка, д. 31, корп. Б 3-й подъезд, 5-й этаж	(495) 644-37-71	<a href="http://www.specdep.ru">www.specdep.ru</a>

\* По данным Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) в сотрудничестве с ПАРТАД на 30.06.2018, [www.safedepo.ru](http://www.safedepo.ru)

№ п/п	Наименование	Статус	РС (деп), млн руб.	Адрес	Телефон	Сайт
3	СДК «Гарант»	Специализированный депозитарий	1 532 992.69	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6, 10-й этаж, офис 1032	(495) 777-56-83	www.sdkgarant.ru
4	ВТБ Специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	867 388.73	101000, г. Москва, Мясницкая ул., д. 35	(495) 956-30-70	www.vtbsd.ru
5	Объединенный специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	263 915.12	109028, г. Москва, ул. Земляной Вал, д. 50А/8, стр. 2, 9-й этаж	(495) 909-93-22	www.usdep.ru
6	«Депозитарные и корпоративные технологии»	Специализированный депозитарий	240 095.43	107014, г. Москва, ул. Стромынка, д. 4, корп. 1	(495) 641-30-31	www.depotech.ru
7	Независимый специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	218 026.8	123242, г. Москва, Большая Грузинская улица, д. 12, стр. 2	(495) 602-02-80	www.nzsd.ru
8	Банк «Уралсиб»	Кредитная организация	70 602.05	119048, г. Москва, ул.Ефремова, д. 8	(495) 250-57-57	www.uralsib.ru
9	РБ Спецдепозитарий	Специализированный депозитарий	51 918.03	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34	(495) 725-56-55	www.depositary.ru
10	Центральный сургутский депозитарий	Специализированный депозитарий	28 517.26	628415, Тюменская область, Ханты-Мансийский АО-Югра, г. Сургут, ул. Энтузиастов, д. 52/1	(3462) 42-11-75	www.cdsurgut.ru
11	ДК «РЕГИОН»	Специализированный депозитарий	25 733.99	119021, г. Москва, Zubовский бул., д. 11А, 7-й этаж, пом. I, ком. 1	(495) 777-29-64	www.region-dk.ru
12	Балтийское финансовое агентство	Инвестиционная компания	17 917.68	197101, г. Санкт-Петербург, Петроградская наб., д. 36, лит. А	(812) 329-15-99	www.ambfa.ru
13	Межрегиональный специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	14 650.97	129110, г. Москва, пр. Мира, д. 69, стр. 1, 5-й этаж, пом. XI, ком. 62	(495) 600-61-66	www.sdepo.ru
14	СД центр	Специализированный депозитарий	6 670.02	119435, г. Москва, Саввинская наб., 23, стр. 2	(495) 477-33-57	www.sd-centre.ru
15	НКК	Специализированный депозитарий	5 696.3	127018, г. Москва, ул. Суцёвский вал, д. 16, стр. 3, 3-й этаж, ком. 2, 3	(495) 025-00-95	www.nkk-sd.ru
16	СДК «Гранит»	Специализированный депозитарий	3 625.67	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6, 10-й этаж, офис 1029	(495) 221-31-77	www.sdkgranit.ru
17	Тольяттихимбанк	Инвестиционная компания	950.5	445009, Тольятти, ул. Горького, 96	(8482) 71-81-71	www.thbank.ru
19	ФК «ИНТРАСТ»	Инвестиционная компания	598.44	109004, г. Москва, ул. Александра Солженицына, д. 36, стр. 1	(495) 956-06-11	www.intrust.ru



## Депозитарная компания «РЕГИОН» 16 лет на рынке

**>100** клиентов  
за время работы

**> 620** миллиардов руб. — объем  
активов на обслуживании

**>250** тысяч закладных  
проверено

### Кастодиан с 2003 г.

При открытии кредитной линии  
с обеспечением в виде пула ипотек  
или лизингов:

- >60** сделок  
Хранение и проверка досье  
Контроль за ковенантами договоров  
кредитной линии  
Отчетность перед кредитором

### В сделках трансграничной секьюритизации:

- 7** сделок  
Хранение и проверка  
ипотечных досье  
Контроль за размером покрытия  
Отчетность перед Trustee

### Спецдепозитарий ипотечного покрытия с 2006 г.

- 58** сделок  
с ипотечным покрытием  
Партнер ВЭБ (6 сделок) — программа  
строительства доступного жилья  
Партнер АИЖК (8 сделок) — выпуск  
ипотечных облигаций
- 53** реестра  
ипотечного покрытия  
на обслуживании  
Обременение закладных на счетах депо  
в пользу Кредитора на этапе промежуточного  
финансирования (в т. ч. по промфинам АИЖК)
- 462** млрд.  
суммарный объем  
ипотечного покрытия  
Партнер проекта «ДОМ.РФ» (5 сделок)  
Ведение реестра ипотечного покрытия  
по российским ипотечным ценным бумагам  
АО «ДК РЕГИОН» Тел: (495) 777 2964, доб. 133  
[www.region-dk.ru](http://www.region-dk.ru)

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 045-09028-000100, выданная ФСФР России 04 апреля 2006 года. [region-dk.ru](http://region-dk.ru)  
Лицензия на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов № 22-000-0-00088, выданная ФСФР России 13 мая 2009 года.

На правах рекламы



ЗАО ВТБ Специализированный депозитарий – один из крупнейших специализированных депозитариев России, оказывает полный спектр услуг специализированного депозитария, обладает многолетним опытом обслуживания ипотечных покрытий.

Использование программно-технического комплекса собственной разработки, включающего в себя системы спецдепозитарного и депозитарного учета, а также систему юридически значимого электронного документооборота, позволяет клиентам Компании обеспечить высокую степень автоматизации бизнес-процессов со сквозной обработкой информации и оперативно реализуемыми настройками, учитывающими индивидуальные потребности клиента.

#### Контактное лицо:

Гелева Екатерина  
Начальник Управления учета и контроля  
ипотечного покрытия и инвестиционных фондов  
[geleva@vtbsd.ru](mailto:geleva@vtbsd.ru)

101000, ул. Мясницкая, д. 35  
[www.vtbsd.ru](http://www.vtbsd.ru)  
+7 (495) 956-30-70

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 177-06595-000100, выданная ФСФР России 29 апреля 2003 года.  
Лицензия на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов № 22-000-1-00005, выданная ФСФР России от 25 ноября 1997 года.

На правах рекламы

# ТОП–20 крупнейших управляющих компаний по стоимости чистых активов (СЧА)\*

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб.	Адрес	Телефон	Сайт
1	«Сбербанк Управление Активами»	74 489	123317, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, «Башня на набережной», блок С, 19-й этаж	(495) 258-05-34	www.sberbank-am.ru
2	«ДОМ.РФ Управление активами»	59 365	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 10	(495) 775-47-40	domrf-am.ru
3	«Альфа-Капитал»	51 918	123001, г. Москва, Садовая-Кудринская ул., д. 32, стр. 1	(495) 797-31-52	www.alfacapital.ru
4	«АГАНА»	45 277	115162, г. Москва, ул. Шаболовка, д. 31, стр. Б, 2-й этаж, пом. VII, ком. 25п.	(495) 980-13-31	www.agana.ru
5	«ВТБ Капитал Управление активами»	43 334	123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, 15-й этаж, помещение III	(495) 725-55-40	www.vtbcapital-am.ru
6	«АК БАРС КАПИТАЛ»	37 927	Республика Татарстан, г. Казань, Меридианная ул., д. 1А	(843) 518-66-77	www.akbars-capital.ru
7	«Райффайзен Капитал»	35 798	119002, г. Москва, Смоленская-Сенная пл., д. 28	(495) 777-99-98	www.raiffeisen-capital.ru
8	«Пенсионные накопления»	31 766	123317, г. Москва, Пресненская наб., д. 10	(495) 783-47-99	www.pension-am.ru
9	«РВМ Капитал»	28 589	105064, г. Москва, ул. Земляной Вал, д. 9	(495) 660-70-30	www.rwmcapital.ru
10	«Газпромбанк — Управление активами»	27 926	119049, г. Москва, ул. Коровий Вал, д. 7	(495) 980-40-58	am.gazprombank.ru
11	«Михайловский»	20 780	г. Москва, Лесная ул., д. 5В	(495) 660-24-40	www.ukmik.ru
12	«Деловой Дом Калита»	17 742	123112, г. Москва, Тестовская ул., д. 10, 2-й этаж, пом. 1, ком. 43	(495) 790-75-79	www.ukkalita.com
13	«Менеджмент-Центр»	17 295	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6	(495) 733-91-01	www.mcenter.ru
14	«Капитал-Траст-Инвест»	16 450	420029, респ. Татарстан, г. Казань, ул. Сибирский Тракт, д. 34, корпус 5	(843) 510-98-12	www.uk-capitalinvest.ru
15	«Навигатор»	13 267	129110, г. Москва, ул. Гиляровского, д. 39, стр. 3, 7-й этаж, ком. 13	(495) 213-18-37	www.am-navigator.ru
16	«УК УРАЛСИБ»	13 255	119435, г. Москва, Саввинская наб., д. 23, стр. 1	(495) 788-66-42	www.uralsib-am.ru
17	УК «ТРАНСФИНГРУП»	12 641	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34, пом. II	(495) 772-97-42	www.tfg.ru
18	«РСХБ Управление Активами»	11 255	125009, г. Москва, Большой Кисловский пер., д. 9	(495) 660-47-65	www.rshb-am.ru
19	«Система Капитал»	10 963	119034, г. Москва, ул. Пречистенка, д. 17/9	(495) 228-15-05	www.sistema-capital.com
20	«Прагма Капитал»	10 727	127473, г. Москва, 1-й Волконский переулок, д. 13, стр. 2, 7-й этаж.	(495) 902-63-71	www.pragmacapital.ru
21	«Портфельные инвестиции»	10 218	119071, г. Москва, Ленинский пр., д. 15А, 14-й этаж, пом. 22	(495) 777-29-64	www.region-pi.ru
22	«ТКБ Инвестмент Партнерс»	10 169	191119, г. Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71, лит. А	(812) 332-7-332	www.tkbp.ru
23	«Эверест Эссет Менеджмент»	10 167	119270, г. Москва, Лужнецкая наб., д. 2/4, стр. 4, 4-й этаж, ком. № 19	(495) 798-55-98	www.everest.ru
24	«ТФБ Капитал»	9481	125047, г. Москва, пер. Оружейный, д. 15А, 5-й этаж, пом. 20, ком. 1	(495) 909-80-18	www.capital.tfb.ru
25	«Атон-менеджмент»	8897	115035, г. Москва, Овчинниковская наб., д. 20, стр. 1	(495) 510-15-15	www.am-aton.ru

\* По данным Investfunds.ru на 29.12.2018



**АО «УК ТФГ»**

Россия, Москва, 107078,  
ул. Маши Порываевой, 34, помещение II;  
сайт: [www.tfg.ru](http://www.tfg.ru);  
e-mail: [ttg@tfg.ru](mailto:ttg@tfg.ru);  
тел.: 7 (495) 772-97-42, 7 (495) 980-78-70.

АО «УК ТФГ» (выдана ФНБ России от 06.11.2007 № 21-008-1-00052 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия, выдана ФСФР России от 06.24.2010 № 045-1207-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия) осуществляет депозитарное управление активами закрытых паевых инвестиционных фондов, инвестиционных паев, которые организованы в обороте в соответствии с законодательством Российской Федерации. Информация о данных паевых инвестиционных фондах может предоставляться лицам, которым в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» может предоставляться информация о составе фондов, предназначенная для квалифицированных инвесторов. Паевые инвестиционные фонды под управлением АО «УК ТФГ»: ОФЗФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Валютные еврооблигации» Прямая Фонд зарегистрированы ФНБ России 16.01.2006, № 0174-71672979; ОФЗФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Улики облигаций» Прямая Фонд зарегистрированы ФСФР России 03.07.2006, № 0234-91122704; ОФЗФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Российские акции» Прямая Фонд зарегистрированы Банком России за № 2217 от 08.11.2014; ЗПИФ облигационный «Информал» Прямая Фонд зарегистрированы ФСФР России 11.12.2012, № 2500; Инвестиционные паи ограничены в обороте; ЗПИФ облигационный «ТФГ-Вензуры» Прямая Фонд зарегистрированы Банком России за № 2025 от 18.07.2014; Инвестиционные паи ограничены в обороте; ЗПИФ облигационный «Интегративный» Прямая Фонд зарегистрированы ФСФР России за № 1021-94138889 от 01.11.2007; Инвестиционные паи ограничены в обороте; ЗПИФ облигационный «Юная голландка» Прямая Фонд зарегистрированы ФНБ России по финансовым документам за № 2713 от 27.12.2013; Инвестиционные паи ограничены в обороте; ЗПИФ акций «ТФГ – Акции» Прямая Фонд зарегистрированы ФСФР России за № 1844-9414787 от 22.07.2010; Прямые депозитарного управления открытые паевые инвестиционные фонды под управлением АО «УК ТФГ»: «Федеральный надобок и денежной стоимости инвестиционных паев при их выдате и покупке с расчетной стоимостью инвестиционных паев при их погашении. Ежедневное надобок (скупки) уменьшает доходность инвестиций в инвестиционные паи. Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют дохода в будущем, поскольку не гарантируют доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами депозитарного управления Фондом. Получить информацию о Фонде и ознакомиться с Правилами депозитарного управления Фондом, с иными документами, регулирующими деятельность «УК» инвестиционных фондов и ипотечные ценные бумаги в сфере финансовых рынков можно по адресу: 107078, Россия, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34, помещение II, по телефону: 8-495-772-97-42, 8-495-980-78-70 или в сети Интернет по адресу [www.tfg.ru](http://www.tfg.ru); в аналитическом и колл-центре инвестиционных паев открытые паевые инвестиционные фонды (по списку активов можно ознакомиться на сайте Управляющей компании <http://ttg.ru>) (за исключением фондов, инвестиционных паев которые организованы в обороте).

**НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ:**

**Инвестор  
Аналитика  
Представитель владельцев облигаций**



**CBONDS AWARDS 2017 - 2018  
ЛУЧШИЙ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ  
ИНВЕСТОР НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ**



**ЭЛИТА ФОНДОВОГО РЫНКА 2017  
ОПФ РЫНОЧНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ  
«ТФГ-РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ»  
ЛУЧШИЙ ФОНД ОБЛИГАЦИЙ**



**ФИНАНСОВАЯ ЭЛИТА РОССИИ 2018  
КОМПАНИЯ ГОДА В СФЕРЕ  
УПРАВЛЕНИЯ ОПФ**

На правах рекламы



**Акционерное общество  
Инвестиционная компания  
НФК-Сбережения**

АО «НФК-Сбережения»  
428001, Чувашская Республика, г. Чебоксары,  
пр-т М. Горького, д. 5, корп. 2  
тел. 8 (800) 200-84-84, (8352) 45-77-11, 45-77-22

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг ЦБ РФ на осуществление брокерской деятельности № 097-10053-100000, дилерской деятельности № 097-10058-010000, депозитарной деятельности № 097-13231-000100 и деятельности по управлению ценными бумагами № 097-10063-001000 без ограничения срока действия.

\*По данным сайта Московской Биржи по состоянию на 01.01.2019 <https://www.moex.com/s548>

Инвестиционная компания «НФК-Сбережения», организованная в 2003 году, — один из крупнейших профессиональных участников рынка ценных бумаг (по размеру собственных средств по состоянию на 01.01.2019) из числа некредитных организаций, зарегистрированных на территории Приволжского федерального округа. Оказывает широкий спектр услуг физическим и юридическим лицам во всех основных сегментах финансового рынка, осуществляет брокерскую (в т. ч. андеррайтинг), дилерскую (в т. ч. маркет-мейкинг), депозитарную деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами. Объектами инвестирования собственных средств являются краткосрочные инструменты денежного рынка, долговые инструменты, обеспеченные лизинговыми активами, акции и облигации российских и зарубежных эмитентов, иностранная валюта и драгоценные металлы. Компания обеспечивает своим клиентам доступ к рынкам Группы «Московская биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа». Входит в число 36 Прайм-брокеров на валютном рынке Московской биржи, а также в список 12 некредитных организаций, имеющих прямой доступ к торгам не только на фондовом рынке, но и одновременно на валютном рынке и рынке драгоценных металлов Московской биржи.\* АО «НФК-Сбережения» оказывает финансовые услуги на всей территории Российской Федерации посредством удаленного заключения договоров с использованием электронной подписи — через СМЭВ или при наличии подтвержденной регистрации на портале Госуслуг.

На правах рекламы

Крупнейшая в России конференция для профессионалов рынка секьюритизации. Программа конференции ориентирована на глубокое и детальное рассмотрение профессиональных аспектов работы на рынке ипотечных ценных бумаг, а также секьюритизации других типов активов.



Спонсоры и партнеры конференции 2018 года

Организатор:



При поддержке:



АССОЦИАЦИЯ  
БАНКОВ  
РОССИИ



Генеральный партнер:



Спонсоры:



Global reach  
Local knowledge



При участии:

LECAP

Поддерживающие  
ассоциации  
и партнеры:



Программа:

Анастасия Сапачева  
nastyu@cbonds.info  
Тел. +7 (812) 336-97-21 \*124

[www.cbonds-congress.com](http://www.cbonds-congress.com)

Реклама



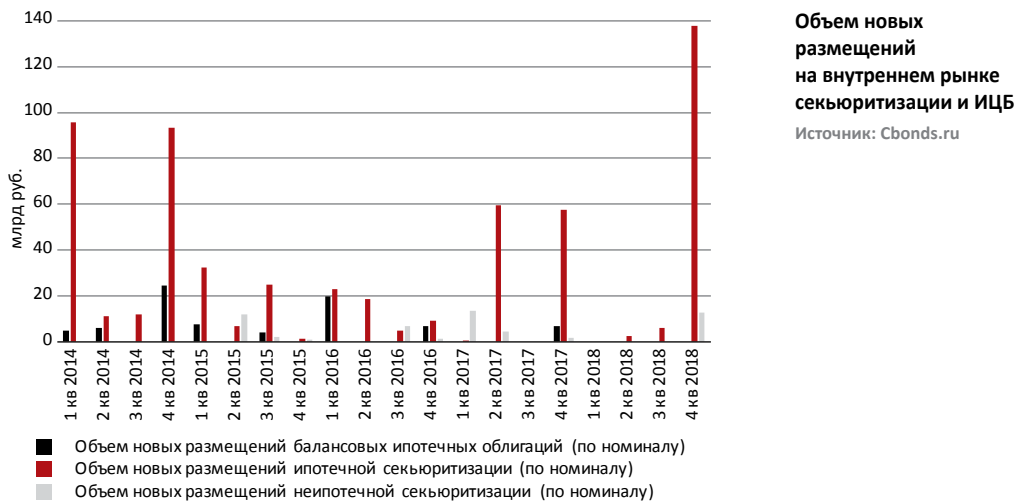




ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

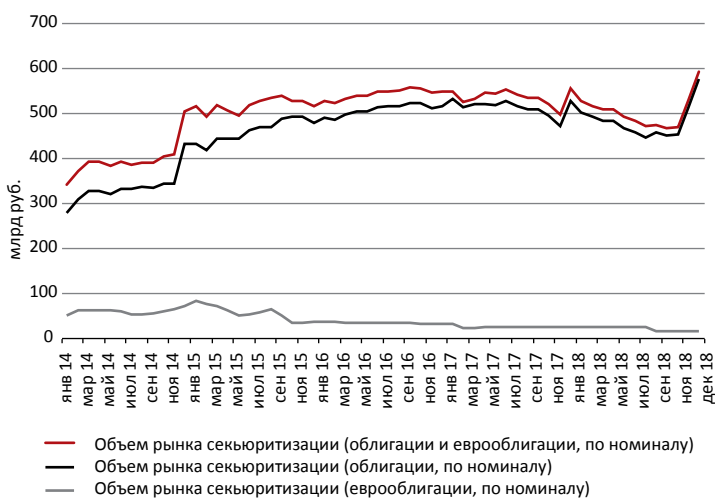
2019

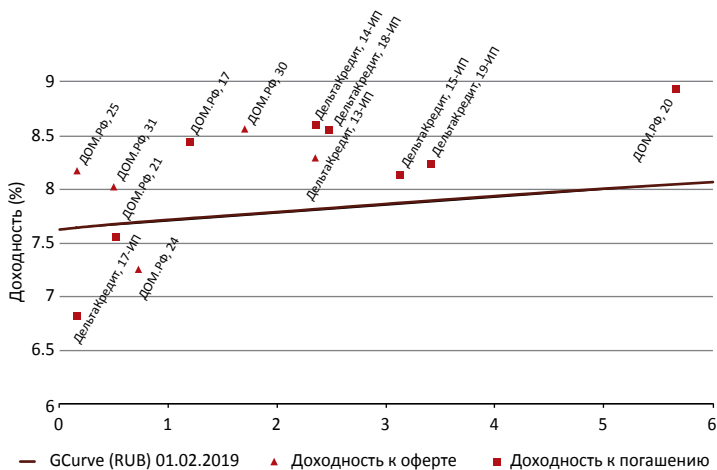
Приложение 2  
Статистика рынка



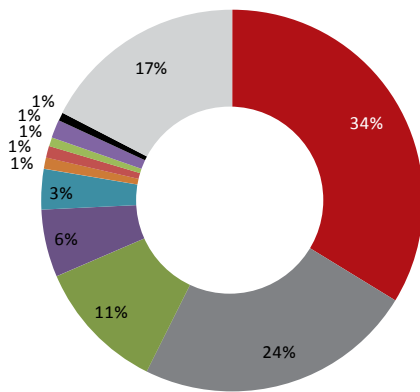
### Объем рынка секьюритизации и ИЦБ

Источник: Cbonds.ru



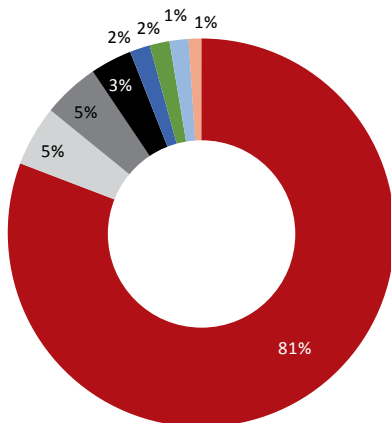


**Крупнейшие  
оригинаторы по объему  
секьюритизированных  
активов**  
Источник: Cbonds.ru

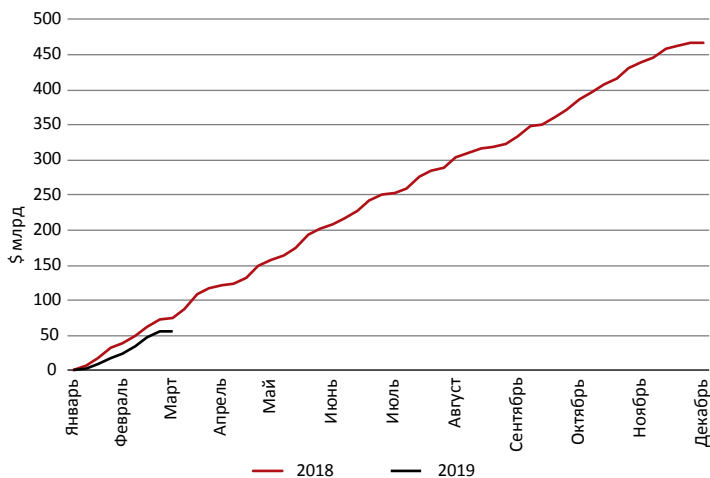


- Группа ВТБ
- Сбербанк России
- Группа ДОМ.РФ
- Группа «Открытие»
- Банк Жилищного Финансирования
- Абсолют Банк
- Транскапиталбанк
- Азиатско-Тихоокеанский банк
- АК Барс Банк
- Банк «Возрождение»
- Остальные

**Крупнейшие  
организаторы  
по объему размещения  
облигаций на рынке  
секьюритизации  
в 2018 году**  
Источник: Cbonds.ru



- АО ВТБ Капитал
- МСП Банк
- Банк ДОМ.РФ
- Промсвязьбанк
- БК «Регион»
- Совкомбанк
- Райффайзенбанк
- ИФК «Солид»



**Динамика объемов выпуска ABS в мире в 2018–2019 годах**

Источник: Asset-Backed Alert ([www.abalert.com](http://www.abalert.com))

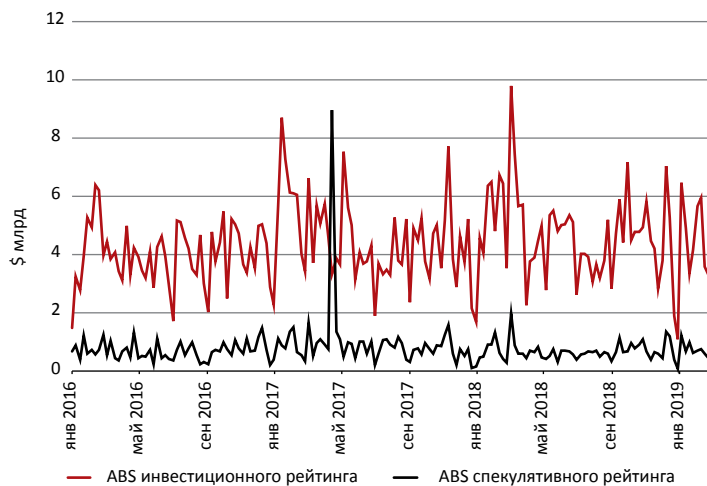
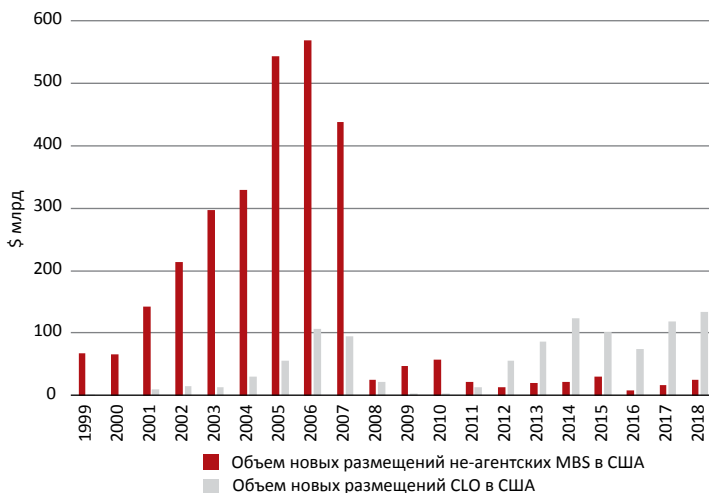
**Объем новых размещений ABS в мире**

Источник: Asset-Backed Alert ([www.abalert.com](http://www.abalert.com))



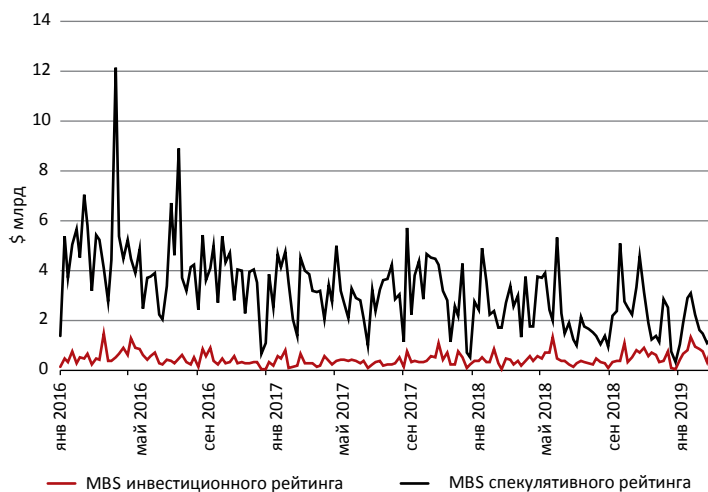
**Объем новых размещений не-агентских MBS и CLO в США**

Источник: Asset-Backed Alert (www.abalert.com)



**Недельные объемы вторичного обращения ABS в США в 2016–2019 годах**

Источник: Asset-Backed Alert (www.abalert.com)



**Недельные объемы  
вторичного обращения  
MBS в США  
в 2016–2019 годах**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

**Объем коммерческих  
бумаг, обеспеченных  
активами (АВСР),  
в обращении в США  
в 2010–2019 годах**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)



## Сделки секьюритизации\* на российском долговом рынке

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
Группа ВТБ (Ba1/BBB-/Withdrawn/-/ruAAA**)							
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент ВТБ 2014», класс А	41 400.0	12.1	29.12.2014	07.09.2057 (07.12.2019)	9.00%	-/-/-/-	ВТБ 24
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент ВТБ 2014», класс Б	4600.0	4600.0	29.12.2014	07.09.2057	Опред. эмитент	-/-/-/-	ВТБ 24
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент ВТБ — БМ 2», класс А	6649.2	2076.0	28.03.2016	02.03.2051 (02.03.2021)	9.25%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент ВТБ — БМ 2», класс Б	37.4	37.4	28.03.2016	02.03.2051	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(1)</sup> «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 002Р***	48 197.8	25 542.0	07.12.2017	28.04.2046	11.5%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 006Р	74 263.8	74 263.8	26.11.2018	28.05.2048	9.95%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<b>Итого по группе</b>	<b>175 148.2</b>	<b>118 583.9</b>					
Группа ДОМ.РФ (Ba1/BBB-/BBB-/AAA(RU)/ruAAA**)							
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент АИЖК 2010-1», класс А2	6096.0	250.1	14.07.2010	20.11.2042	9%. С 15.06.15 — 9.5%	Ваа2/-/-/-	Ситибанк
«Ипотечный агент АИЖК 2010-1», класс Б	1354.7	1354.7	14.07.2010	20.11.2042	Опред. эмитент	-/-/-/-	Ситибанк
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент АИЖК 2011-2», класс А2	7457.0	1075.5	19.07.2011	15.09.2043 (15.04.2020)	6%. С 15.03.14 — 9%	Ваа2/BBB/-/-/-	АО ВТБ Капитал, Ситибанк
«Ипотечный агент АИЖК 2011-2», класс Б	1657.2	1657.2	19.07.2011	15.09.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал, Ситибанк
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А1/11	2258.0	261.1	21.12.2011	15.02.2044	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А2/11	1129.0	130.6	21.12.2011	15.02.2044	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс Б/11	377.6	377.6	21.12.2011	15.02.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2012-1», класс А2	5932.0	1318.9	27.07.2012	22.01.2044	5.5%. С 22.01.15 - 9%	Ваа2/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент АИЖК 2012-1», класс Б	1318.8	1318.8	27.07.2012	22.01.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А1/12	3175.0	631.4	28.11.2012	25.05.2045	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А2/12	1587.0	315.6	28.11.2012	25.05.2045	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс Б/12	530.2	530.2	28.11.2012	25.05.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2013-1», класс А2	4978.0	4077.8	27.08.2013	09.09.2045	3%. С 09.09.19 — 9%	Ваа2/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2013-1», класс Б	967.0	967.0	27.08.2013	09.09.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А1/13	3263.0	826.6	12.12.2013	22.06.2046	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А2/13	1631.0	413.2	12.12.2013	22.06.2046	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс Б/13	546.0	546.6	12.12.2013	22.06.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»

\* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2019, данные сгруппированы по оригинатору и упорядочены по дате размещения.

\*\* M / S&P / F / АКРА / Эксперт РА.

\*\*\* Ранее Ипотечный агент «Фабрика ИЦБ».

<sup>(1)</sup> — Бумага включена в Ломбардный список Банка России.

Источники: <http://ru.cbonds.info/securitization/>

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
<sup>(4)</sup> «Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс А	2614.7	678.8	24.12.2013	11.08.2046	8.75%	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс В3	133.9	133.9	24.12.2013	11.08.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс В2	97.8	97.8	24.12.2013	11.08.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс Б	82.9	82.9	24.12.2013	11.08.2046	11.00%	-/-/-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс В1	68.1	68.1	24.12.2013	11.08.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
<sup>(4)</sup> «Ипотечный агент АИЖК 2014-1», класс А3	6323.0	5430.6	25.03.2014	11.06.2046	3%. С 11.09.16 — 8.5%	Вa1/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2014-1», класс Б	669.6	669.6	25.03.2014	11.06.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2014-3», класс А1	3019.0	1038.3	08.12.2014	16.06.2047	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2014-3», класс А2	1509.0	519.0	08.12.2014	16.06.2047	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2014-3», класс Б	505.2	505.2	08.12.2014	16.06.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2014-2», класс А3	6459.0	6459.0	17.02.2015	13.06.2047	6%. С 13.09.17 — 10.5%	Вa1/-/-/-	Газпромбанк
<sup>(4)</sup> «Ипотечный агент АИЖК 2014-2», класс А2	4493.0	1568.8	17.02.2015	13.06.2047	10.50%	Вaа3/-/-/-	Газпромбанк
«Ипотечный агент АИЖК 2014-2», класс Б	684.8	684.8	17.02.2015	13.06.2047	Опред. эмитент	NR/-/-/-	Газпромбанк
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 008Р	5215.1	5149.9	25.12.2018	28.12.2044	9.28%	-/-/-/-	
<b>Итого по группе</b>	<b>76 132.4</b>	<b>39 138.8</b>	Группа «Открытие» (B1/NR/Withdrawn/A+(RU)/ruA**)				
<sup>(4)</sup> «Ипотечный агент Петрокоммерц-1», класс А	3868.8	279.2	20.03.2014	09.12.2046 (09.06.2019)	8.75%	Вaа2/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Петрокоммерц-1», класс Б	849.2	849.2	20.03.2014	09.12.2046 (09.06.2019)	Опред. эмитент	NR/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Московский», 01	12 000.0	12 000.0	15.08.2014	17.09.2028	7.00%	-/-/-/-	Банк ФК Открытие
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс А	4392.0	1688.4	08.12.2014	01.07.2047	9.00%	Вaа3/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс Б	2196.0	844.2	08.12.2014	01.07.2047	3.00%	Вaа3/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс В	732	732.0	08.12.2014	01.07.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент Эклипс-1», класс А	4951.8	1228.9	28.07.2015	09.12.2020 (09.09.2020)	8.75%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Эклипс-1», класс Б	874.7	874.7	02.02.2016	09.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент БФКО», 03	4525.7	1623.4	29.06.2016	07.11.2047 (07.08.2020)	9.00%	Вaа2/-/-/-	Банк «Открытие»
<b>Итого по группе</b>	<b>34 390.2</b>	<b>20 120.2</b>	Абсолют Банк (B2/-/Withdrawn/-/ruBBB-**)				
<sup>(4)</sup> «Ипотечный агент Абсолют 3», класс А	5922.4	896.2	12.12.2014	11.09.2042 (11.03.2020)	10.10%	Вaа2/BBB/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Абсолют 3», класс Б	1045.1	1045.1	12.12.2014	11.09.2042 (11.03.2020)	Опред. эмитент	NR/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(4)</sup> «Ипотечный агент Абсолют 4», 01	4964.5	1388.0	28.09.2016	11.12.2043 (11.12.2021)	9.85%	Вaа2/-/-/-	Райффайзенбанк, Абсолют Банк
<b>Итого по группе</b>	<b>11 931.9</b>	<b>3329.3</b>					



Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/ Эксперт РА)	Организаторы
Банк Жилищного Финансирования (-/-/Withdrawn/-/ruB)							
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Санрайз-2», класс А	1002.2	112.7	23.06.2014	28.02.2046 (28.07.2019)	9.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс В	117.9	117.9	23.06.2014	28.02.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс Б	59.0	59.0	23.06.2014	28.02.2046	11.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Санрайз-1», класс А	1035.4	121.7	26.06.2014	28.07.2044 (28.07.2019)	9.25%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Санрайз-1», класс В	121.8	121.8	26.06.2014	28.07.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Санрайз-1», класс Б	60.9	60.9	26.06.2014	28.07.2044	11.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Пульсар-2», класс А	1345.4	303.1	17.06.2015	03.01.2038 (03.08.2020)	9.25%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Пульсар-2», класс Б	201.0	201.0	17.06.2015	03.01.2038	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Пульсар-1», класс А	1760.0	427.7	24.06.2015	25.04.2045 (25.07.2020)	9.00%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Пульсар-1», класс Б	263.0	263.0	24.06.2015	25.04.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«СФО Корсар», 01	610	343.3	дек.15	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«СФО Пандора-1», 01	600	292.9	фев.16	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«СФО Пандора-2», 01	600	291.6	фев.16	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный Агент Вега-2», класс А	1761.4	512.6	15.06.2016	26.08.2040	10.75%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-1», класс А	1451.2	451.0	15.06.2016	26.06.2041	10.75%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-2», класс Б	97.9	97.9	15.06.2016	26.08.2040	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-2», класс В	97.9	97.9	15.06.2016	26.08.2040	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-1», класс Б	80.6	80.6	15.06.2016	26.06.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-1», класс В	80.6	80.6	15.06.2016	26.06.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«СФО Корсар-2», 01	548.5	548.5	июл.16	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
<sup>(1)</sup> «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 001Р	2108.6	1005.1	28.12.2016	28.12.2039	Опред. эмитент	-/-/-/-	Газпромбанк
«СФО Корсар-3», 01	296.3	296.3	2017	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный Агент Вега-1», класс М	12.7	12.7	14.03.2017	26.08.2040	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный Агент Вега-2», класс М	16.1	16.1	14.03.2017	26.06.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Пульсар-1», класс М	13.0	13.0	14.03.2017	25.04.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Пульсар-2», класс М	9.7	9.7	14.03.2017	03.01.2038	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Санрайз-1», класс М	5.8	5.8	24.03.2017	28.07.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс М	5.7	5.7	24.03.2017	28.02.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	
<sup>(1)</sup> «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 02	1384.8	812.8	31.05.2017	28.03.2041 (31.05.2022)	Опред. эмитент	-/-/-/-	Газпромбанк
<sup>(1)</sup> «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 03	1957.9	1198.3	26.12.2017	28.10.2037	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
<sup>(1)</sup> «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 004Р	4751.3	3775.2	08.10.2018	28.09.2047	8.3%	-/-/-/-	Банк ДОМ.РФ
«СФО Корсар-4», 01	325.3	300.0	05.10.2018	25.04.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	
<b>Итого по группе</b>	<b>22 781.7</b>	<b>12 036.4</b>					
АК Барс Банк (B2/-/Withdrawn/A-(RU)/ruA-**)							
«Ипотечный агент АкБарс», класс А	1393.3	315.8	19.12.2014	10.05.2047 (10.05.2021)	9.00%	Ваа2/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АкБарс», класс Б	696.7	157.9	19.12.2014	10.05.2047 (10.05.2021)	3.00%	Ваа2/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АкБарс», класс М	412.9	412.9	19.12.2014	10.05.2047 (10.05.2021)	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Ак-Барс2», класс А	10 308.9	3639.9	22.01.2016	15.10.2047 (15.04.2021)	10.00%	Ваа2/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент АкБарс2», класс Б	896.4	896.4	22.01.2016	15.10.2047 (15.04.2021)	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<b>Итого по группе</b>	<b>13 708.2</b>	<b>5422.8</b>					
Сбербанк России (Ba1/-/BBB-/AAA(RU)/-**)							
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент СБ-2014», класс А	6666.7	1725.8	17.12.2014	28.12.2046	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал», Sberbank CIB
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент СБ-2014», класс Б	3333.3	862.9	17.12.2014	28.12.2046	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал», Sberbank CIB
«Ипотечный агент СБ-2014», класс В	1111.2	1111.2	17.12.2014	28.12.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал», Sberbank CIB
<sup>(1)</sup> «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 01	49 999.8	33 246.9	26.05.2017	28.09.2049	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 007Р	46 088.5	46 088.5	21.12.2018	28.06.2048	Опред. эмитент	-/-/-/-	
<b>Итого по группе</b>	<b>107 199</b>	<b>83 035</b>					
Инвестторгбанк (Withdrawn/NR/-/-/-**)							
«Ипотечный агент ИТБ 2014», класс А	2300.0	494.4	11.12.2014	31.03.2047 (03.02.2020)	9.00%	Ваа2/-/-/-	«ВЭБ Капитал», Банк «Открытие»
«Ипотечный агент ИТБ 2014», класс Б	1150.0	247.2	11.12.2014	31.03.2047 (03.02.2020)	3.00%	Ваа2/-/-/-	«ВЭБ Капитал», Банк «Открытие»
«Ипотечный агент ИТБ 2014», класс В	561.6	561.6	11.12.2014	31.03.2047 (03.02.2020)	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал», Банк «Открытие»
<b>Итого по группе</b>	<b>4011.6</b>	<b>1303.2</b>					
Транскапиталбанк (B2/-/-/Withdrawn**)							
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент ТКБ-2», класс А	4681.9	1647.5	05.04.2016	14.02.2047 (14.05.2019)	11.00%	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент ТКБ-2», класс Б	415.5	415.5	05.04.2016	14.02.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент ТКБ-3», 01	4095.5	1407.2	23.06.2017	14.05.2045 (14.08.2021)	9.10%	-/-/-/-	Транскапиталбанк, Совкомбанк, БК «Регион»
«СФО ТКБ МСП 1», 01	5000.0	5000.0	19.12.2018	31.10.2033	10%	-/-/-/AAA(ru.sf)/-	ИФК «Солид», МСП Банк, Совкомбанк
<b>Итого по группе</b>	<b>9192.9</b>	<b>3470.1</b>					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1 (-/-/-/-**)							
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс А	2274.5	945.7	31.03.2015	20.08.2047	8.75%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б1	104.7	104.7	31.03.2015	20.08.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б2	66.0	66.0	31.03.2015	20.08.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/ Эксперт РА)	Организаторы
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс БЗ	24.8	24.8	31.03.2015	20.08.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс А/3	5464.0	1065.0	30.09.2015	24.12.2047	10.75%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б1/3	563.1	563.1	30.09.2015	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б2/3	175.0	175.0	30.09.2015	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б3/3	494.0	494.0	30.09.2015	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс А/4	2127.0	1023.4	29.04.2016	17.11.2045	11.00%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б/4	111.9	111.9	29.04.2016	17.11.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс М	11	11	07.06.2017	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	
<b>Итого по группе</b>	<b>11 416.1</b>	<b>4584.7</b>					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2 (-/-/-/-**)							
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс А	2805.8	816.2	24.03.2016	15.12.2043	10.30%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс Б1	94.1	94.1	24.03.2016	15.12.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс Б2	282.7	282.7	24.03.2016	15.12.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс М	18.4	18.4	28.04.2017	15.12.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	
<b>Итого по группе</b>	<b>3201</b>	<b>1211</b>					
Азиатско-Тихоокеанский банк (Withdrawn/-/В-/BB+(RU)/Withdrawn**)							
«Ипотечный агент АТБ», класс Б	510.6	429.2	28.12.2012	26.04.2045	Опред. эмитент	NR/-/-/-	«Ренессанс Брокер»
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент АТБ 2», класс А	2553.4	430.7	19.02.2014	01.10.2046 (26.01.2019)	9.00%	Ваа2/-/-/-	Азиатско-Тихоокеанский Банк
«Ипотечный агент АТБ 2», класс Б	486.4	486.4	19.02.2014	01.10.2046 (26.01.2019)	Опред. эмитент	NR/-/-	Азиатско-Тихоокеанский Банк
«СФО АТБ 2», 01	1390.0	1290.1	15.12.2016	24.12.2047	5.00%	-/-/-/-	
<b>Итого по группе</b>	<b>4940</b>	<b>2636</b>					
Банк «Возрождение» (Ва2/В+/-/А-(RU)/ruА-**)							
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Возрождение 3», класс А	3000.00	384.7	26.03.2014	26.10.2046	9.00%	Ваа2/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Возрождение 4», класс А	3000.0	596.8	03.06.2015	27.01.2048	9.00%	Ваа2/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент Возрождение 5», класс А	4100	1493.1	11.05.2017	28.08.2049 (28.07.2022)	9.25%	Ваа3/-/-/-	АО ВТБ Капитал, Промсвязьбанк, Совкомбанк, ИФК «Солид»
<b>Итого по группе</b>	<b>10 100</b>	<b>2475</b>					
Другие оригинаторы							
«Ипотечный агент Райффайзен О1», класс Б	930	865.9	21.06.2013	20.06.2040 (20.06.2023)	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент ПСПб», класс А	1878.9	446.6	24.12.2013	15.07.2041 (15.07.2021)	8.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент ПСПб», класс Б	208.8	208.8	24.12.2013	15.07.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент КАМА», 01	10 000.0	258.5	21.01.2014	31.12.2043	10.90%	-/-/-/-	БК «Регион»
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент МТСБ», класс А	3432.6	395.3	27.06.2014	26.11.2041 (26.08.2019)	10.50%	Ваа2/-/-/-	Sberbank CIB

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/ Эксперт РА)	Организаторы
«Ипотечный агент МТСБ», класс Б	858.2	858.2	27.06.2014	26.11.2041 (26.08.2019)	Опред. эмитент	NR/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент ФОРА 2014», класс А	1186.6	279.3	26.12.2014	15.10.2047 (15.01.2020)	9.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент ФОРА 2014», класс Б	296.6	296.6	26.12.2014	15.10.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент ТФБ1», класс А	2382.8	650.0	16.01.2015	26.03.2047	11.00%	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент ТФБ1», класс Б	132.8	132.8	16.01.2015	26.03.2047	11.50%	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент ТФБ1», класс В	140.8	140.8	16.01.2015	26.03.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент СОЮЗ-1», класс А	3091.9	664.2	26.01.2015	28.12.2041 (28.12.2019)	11.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент СОЮЗ-1», класс Б	545.6	545.6	26.01.2015	28.12.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент ДВИЦ-1», класс А	2106.1	703.9	25.03.2015	07.11.2047	9.00%	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент ДВИЦ-1», класс Б	526.52	526.52	25.03.2015	07.11.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент ИНТЕХ», класс А	864	117.9	27.03.2015	04.05.2045	9.00%	-/-/-/-	Интехбанк
«Ипотечный агент ИНТЕХ», класс Б	216.2	216.2	27.03.2015	04.05.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	Интехбанк
«Ипотечный агент КМ», 01	13 504.0	12 505.1	30.09.2015	30.06.2022	0.365% (фикс. доход) + перем. доход	-/-/-/-	БК «Регион»
«Ипотечный агент Надежный дом-1», класс А	1241.1	285.5	08.10.2015	15.03.2046	9.00%	-/-/-/-	АИЖК
«Ипотечный агент Надежный дом-1», класс Б	318.1	318.1	08.10.2015	15.03.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент МКБ 2», 01	3328.4	1145.1	02.12.2016	07.12.2043 (07.03.2022)	10.15%	-/-/-/-	Райффайзенбанк, БК «Регион»
<sup>(1)</sup> «Ипотечный агент БСПБ», 01	3702.5	1446.3	15.12.2016	28.06.2043	9.80%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 003P	7557	3786.1	20.12.2017	28.04.2042	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«СФО Локосервис финанс», 01	9000	4373.0	26.06.2017	20.06.2027	FRN	-/-/-/-	Альфа-Банк
<sup>(1)</sup> «СФО Социальная инфраструктура 1», 01	2210	832.1	29.12.2017	20.08.2024	9.00%	-/-/-/-	Газпромбанк
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 005P	6187.8	5246.4	11.07.2018	28.04.2043	8%	-/-/-/-	
<sup>(1)</sup> «Ипотечный Агент Металлинвест-2», 01	2728.1	1740.9	21.05.2018	28.03.2046 (28.06.2021)	7.8%	-/-/AAA(ru.sf)/-	Райффайзенбанк, Металлинвест-банк, ИФК «Солид»
<sup>(1)</sup> «Ипотечный Агент БСПБ 2», 01	7547.0	7547.0	03.12.2018	10.12.2045 (10.12.2023)	9.35%	-/-/AAA(ru.sf)/-	АО ВТБ Капитал, БК «Регион», Совкомбанк, ИФК «Солид»
«СФО ИнвестКредит Финанс», 01	500.0	500.0	03.12.2018	29.11.2021	10%	-/-/-/-	Банк «Держава»
«СФО МОС МСП 1», класс А	7000.0	7000.0	26.12.2018	28.03.2034	9.1%	-/-/-/AAA(RU)	МСП Банк, АО ВТБ Капитал, Совкомбанк, БК «Регион», Промсвязьбанк
<b>Итого по группе</b>	<b>93 622.4</b>	<b>54 032.4</b>					
<b>Итого в обращении</b>	<b>577 776.6</b>	<b>351 379.3</b>					

## Сделки секьюритизации\* российских компаний на международном долговом рынке

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн	Валюта	Дата размещения	Дата погашения	Ставка купона	Тип актива	Агент по размещению
Городской ипотечный банк, 9.250% 10sep2033, USD (Z, ABS)	3.1	Н/д	USD	10.08.2006	10.09.2033	9.25%	Ипотека	АО ВТБ Капитал, Greenwich Financial Services
БИНБАНК, 11.0% 15dec2052, RUB (Z, ABS)	1005.7	920.4	RUB	28.12.2007	15.12.2052	11.0%	Ипотека	Bayerische Hypo- and Vereinsbank AG и UBS Limited
«ВТБ Капитал», FRN 21apr2040, EUR (ABS)	300.0	189.0	EUR	21.04.2010	21.04.2040		Н/д	АО ВТБ Капитал
<b>Итого, \$ млн</b>	<b>361.3</b>	<b>230.0</b>						

\* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2019, данные упорядочены по дате размещения

Источник: <http://ru.cbonds.info/securitization/>

## Обеспеченные и ипотечные облигации\* на российском долговом рынке (без учета сделок секьюритизации)

Эмиссия	Объем, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона первоначальная   текущая	Текущая ставка купона	Рейтинг эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
ДОМ.РФ (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Ва1/BBB-/BBB-/AAA(RU)/ruAAA)								
<sup>(1)</sup> ДОМ.РФ, 14	7000.0	7000.0	27.08.2009	15.05.2023	13.25%   10% (FRN)	10% (FRN)	Ва1-/BBB-	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТрансКредитБанк, Банк Москвы, Сбербанк России
<sup>(1)</sup> ДОМ.РФ, 15	7000.0	7000.0	27.08.2009	15.09.2028	13.25%   9.75% (FRN)	9.75% (FRN)	Ва1-/BBB-	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТрансКредитБанк, Банк Москвы, Сбербанк России
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 16	10 000.0	6000.0	30.06.2010	15.09.2021	8.25%	8.25%	Ва1-/BBB-	«ВЭБ Капитал», Райффайзенбанк, «Ренессанс Капитал»
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 20	5000.0	5000.0	28.12.2010	15.12.2027	8.6%	8.6%	Ва1-/BBB-	«ВЭБ Капитал», Райффайзенбанк, «Ренессанс Капитал»
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 17	8000.0	8000.0	09.02.2011	15.04.2022	9.05%	9.05%	Ва1-/BBB-	Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал, «ВЭБ Капитал»
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 18	7000.0	7000.0	05.04.2011	15.07.2023 (17.07.2019)	8%   6.7%	6.7%	Ва1-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Sberbank CIB
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 21	15 000.0	4500.0	09.04.2012	15.02.2020	8.8%	8.8%	Ва1-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Райффайзенбанк, «ВЭБ Капитал»
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 24	6000.0	6000.0	05.12.2012	01.11.2022 (06.11.2019)	8.25%   7.75%	7.75%	Ва1-/BBB-	Sberbank CIB, «ВЭБ Капитал»
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 25	6000.0	6000.0	29.04.2013	01.10.2026 (03.04.2019)	7.75%   6.7%	6.7%	Ва1-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Газпромбанк
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 26	6000.0	6000.0	25.06.2013	01.11.2029 (04.02.2020)	6.65%   15.3%	15.3%	Ва1-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Газпромбанк
<sup>(1)</sup> <sup>(A)</sup> ДОМ.РФ, 30	6000.0	6000.0	28.04.2014	01.03.2033 (03.12.2020)	9.6%   8.3%	8.3%	Ва1-/BBB-	Райффайзенбанк, Sberbank CIB
<sup>(1)</sup> ДОМ.РФ, 31	7000.0	7000.0	13.01.2015	01.02.2034 (05.02.2019)	17.8%   7.1% (FRN)	7.1% (FRN)	Ва1-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Газпромбанк
<b>Итого по группе</b>	<b>90 000.0</b>	<b>75 500.0</b>						

\* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2019, данные упорядочены по дате размещения

<sup>(1)</sup> — Бумага включена в Ломбардный список Банка России.

<sup>(A)</sup> — Бумага с амортизационной структурой погашения номинала.

Источник: <http://ru.cbonds.info/securitization>

Эмиссия	Объем, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона первоначальная   текущая	Текущая ставка купона	Рейтинг эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
ВТБ (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Ba1/BBB-/Withdrawn/-/ruAAA)								
<sup>(A)</sup> ВТБ, 2-ИП, класс А	3333.3	559.2	21.09.2011	26.11.2043	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> ВТБ, 2-ИП, класс Б	1666.7	279.7	21.09.2011	26.11.2043	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(A)</sup> ВТБ, 3-ИП, класс А	4000.0	777.3	14.09.2012	15.09.2044	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(A)</sup> ВТБ, 3-ИП, класс Б	2000.0	388.6	14.09.2012	15.09.2044	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(A)</sup> ВТБ, 4-ИП, класс А	4000.0	1079.0	23.05.2013	01.09.2044	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(A)</sup> ВТБ, 4-ИП, класс Б	2000.0	539.5	23.05.2013	01.09.2044	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(A)</sup> ВТБ, 5-ИП, класс А	8200.0	2208.2	18.12.2013	18.09.2046	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(A)</sup> ВТБ, 5-ИП, класс Б	4100.0	1104.1	18.12.2013	18.09.2046	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(A)</sup> ВТБ, 6-ИП, класс А	4000.0	1371.8	25.06.2014	14.08.2043	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> ВТБ, 6-ИП, класс Б	2000.0	685.9	25.06.2014	14.08.2043	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> ВТБ, 7-ИП, класс А	3800.0	1350.2	10.12.2014	06.12.2044	9.00%	9.00%	-/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> ВТБ, 7-ИП, класс Б	1900.0	675.0	10.12.2014	06.12.2044	3.00%	3.00%	-/-/-	«ВЭБ Капитал»
<b>Итого по группе</b>	<b>41 000.0</b>	<b>11 018.5</b>						
ДельтаКредит (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Ba1/NR/Withdrawn/AAA(RU)/-)								
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> ДельтаКредит, 14-ИП	5000.0	5000.0	27.03.2014	27.03.2024	12%	12.00%	Ba1/-/-	РОСБАНК
<sup>(L)</sup> ДельтаКредит, 13-ИП	7000.0	7000.0	01.10.2014	01.10.2024 (22.10.2021)	11.1%   9.65%	9.65%	Baa2/-/-	РОСБАНК
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> ДельтаКредит, 15-ИП	5000.0	5000.0	10.10.2014	10.10.2024	11.92%	11.92%	-/-/-	РОСБАНК
<sup>(L)</sup> ДельтаКредит, 17-ИП	5000.0	5000.0	30.03.2016	30.03.2019	10.57%	10.57%	-/-/-	РОСБАНК
<sup>(L)</sup> ДельтаКредит, 18-ИП	7000.0	7000.0	24.11.2016	24.11.2021	10.29%	10.29%	-/-/-	РОСБАНК
ДельтаКредит, 19-ИП	7000.0	7000.0	28.12.2017	28.12.2022	7.82%	7.82%	-/-/-	РОСБАНК
<b>Итого по группе</b>	<b>36 000.0</b>	<b>36 000.0</b>						
Газпромбанк (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Ba2/BB+/BB+/AA(RU)/ruAAA+)								
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> Газпромбанк, 1-ИП, класс А	4666.7	2105.8	10.12.2014	27.04.2048	9.00%	9.00%	-/-/-	«ВЭБ Капитал»
<sup>(L)</sup> <sup>(A)</sup> Газпромбанк, 1-ИП, класс Б	2333.3	1052.9	10.12.2014	27.04.2048	3.00%	3.00%	-/-/-	«ВЭБ Капитал»
Газпромбанк, 2-ИП	15 000.0	15 000.0	26.02.2016	19.02.2021 (24.05.2019)	10.9%   7.38%	7.38%	-/-/-	Газпромбанк
<b>Итого по группе</b>	<b>22 000.0</b>	<b>18 158.7</b>						
<b>Итого в обращении</b>	<b>189 000.0</b>	<b>140 677.1</b>						

## Дефолты по сделкам секьюритизации\*

Бумага	Вид обязательства	План. дата исполнения	Дата исполнения в рамках «техн. дефолта»	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн	Объем эмиссии, млн	Валюта	Причина дефолта
«Ипотечный агент КАМА», 01	Купон	15.12.2018	29.12.2018	Дефолт	1.9	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент КАМА», 01	Купон	15.06.2018	29.06.2018	Дефолт	546.5	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент Московский», 01	Купон	19.03.2018	02.04.2018	Дефолт	416.5	12 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент КАМА», 01	Купон	15.12.2017	29.12.2017	Дефолт	546.5	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент Московский», 01	Купон	18.09.2017	02.10.2017	Дефолт	423.5	12 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс В	Купон	28.11.2016	12.12.2016	Дефолт	1.9	117.9	RUB	Невозможность проведения операции
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс В	Купон	27.02.2016	15.03.2016	Технический дефолт	77.3	732.0	RUB	Невозможность проведения операции
«Еврокоммерц», 2010 (ABS, Warehouse)	Погашение	15.03.2010	14.04.2010	Дефолт	11 750.0	11 750.0	RUB	Банкротство
<b>Итого:</b>					<b>13 764.0</b>			

\* Данные приведены по состоянию на 31.01.2019.

Источник: Cbonds.ru

**Стоимость чистых активов\* закрытых ПИФов недвижимости (не включая фонды для квалифицированных инвесторов)**

\*Данные приведены по состоянию на 29.12.2018.

Источник: investfunds.ru

№	Управляющая компания	Количество фондов	Совокупная СЧА, млн руб.
1	«ДОМ.РФ Управление активами»	1	59 365
2	«РВМ Капитал»	6	18 293
3	«Деловой Дом Калита»	2	17 742
4	«Сбербанк Управление Активами»	4	11 906
5	«Навигатор»	7	9651
6	«Эверест Эссет Менеджмент»	2	6736
7	«ЭнергоИнвестКапитал»	2	5559
8	«ТКБ Инвестмент Партнерс»	1	5097
9	«Цитадель Эссетс Менеджмент»	1	3086
10	«Аурум Инвестмент»	2	2931
11	«УК КапиталЪ ПИФ»	3	2676
12	«НРК-Капитал (Эссет Менеджмент)»	2	2641
13	«ВЕЛЕС ТРАСТ»	3	2497
14	«ОРЕОЛ»	3	2492
15	«ВТБ Капитал Управление активами»	2	2266
16	«Промсвязь»	3	2234
17	«ТЕТИС Кэпитал»	3	2168
18	«НИМБУС»	3	2101
19	БФА	1	2011
20	«ТРИНФИКО Пропети Менеджмент»	5	1909
21	«ОЛМА-ФИНАНС»	3	1803
22	«ПИФагор»	2	1488
23	«Меркури Кэпитал Траст»	2	1329
24	«РИК Капитал»	3	1205
25	«ЛэндПрофит»	1	1155
26	«АКТИВИСТ»	2	1109
27	«Альва-Финанс»	1	1096
28	«ТФБ Капитал»	1	1094
29	«Прага Капитал»	5	1044
30	«Евро Фин Траст»	2	1021
31	«Реальные инвестиции»	1	1017
32	«Инвестстрой»	1	1006
	<b>Прочие</b>	<b>70</b>	<b>14 605</b>
	<b>Итого</b>	<b>150</b>	<b>192 334</b>

# Класс активов: ипотека

## ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ МЕТАЛЛИНВЕСТ-2, 01

**Оригинатор / сервисный агент:** Металлинвестбанк  
**Рейтинг:** AAA(ru.sf) (АКРА)  
**Объем сделки:** 2.35 млрд руб.  
**Ставка купона:** 7.8% годовых  
**Дата размещения:** 17.05.18  
**Дата погашения (оферты):** 28.03.46 (28.06.21)  
**Организаторы:** Райффайзенбанк, Металлинвестбанк, ИФК «Солид»  
**Юр. консультант:** «Бейкер Макензи»  
**Специализированный депозитарий:** ВТБ Специализированный депозитарий  
**Резервный сервисный агент:** КБ ДельтаКредит  
**Представитель владельцев облигаций:** УК «ТРАНСФИНГРУП»  
**Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 229.21%  
**Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта:** 1748  
**География активов:** Москва (27%), Московская область (27%), Белгородская область (13%), Пермский край (8%), всего 18 субъектов РФ  
**Гос. рег. номер / ISIN:** 4-01-00386-R / RU000A0ZZ6K5  
**Комментарий:** Размещено 86.29% от объема эмиссии

## ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 005P

**Оригинатор / сервисный агент:** КБ ДельтаКредит  
**Поручитель / потенциальный приобретатель:** ДОМ.РФ  
**Объем сделки:** 6.19 млрд руб.  
**Ставка купона:** 8% годовых  
**Дата размещения:** 11.07.18  
**Дата погашения:** 28.04.43  
**Специализированный депозитарий:** ДК «Регион»  
**Представитель владельцев облигаций:** ТРЕВЕЧ-Представитель  
**Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 200.04%  
**Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта:** 3132  
**География активов:** Москва (32%), Московская область (25%), Санкт-Петербург (13%), всего 37 субъектов РФ  
**Гос. рег. номер / ISIN:** 4-05-00307-R-002P / RU000A0ZZCH9

## ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 004P

**Оригинатор:** Банк Жилищного Финансирования  
**Поручитель:** ДОМ.РФ  
**Объем сделки:** 4.75 млрд руб.  
**Ставка купона:** 8.3% годовых  
**Дата размещения:** 08.10.18  
**Дата погашения:** 28.09.47  
**Организатор:** Банк ДОМ.РФ  
**Специализированный депозитарий:** Спецдепозитарий Сбербанка  
**Сервисный агент:** ДОМ.РФ  
**Представитель владельцев облигаций:** ТРЕВЕЧ-Представитель  
**Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 192.82%  
**Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта:** 3073  
**География активов:** Свердловская область (11%), Кемеровская область (6%), Удмуртская Республика (6%), Москва (5%), всего 58 субъектов РФ  
**Гос. рег. номер / ISIN:** 4-04-00307-R-002P / RU000A0ZZNW5



**ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 006Р****Оригинатор / сервисный агент:** Банк ВТБ**Поручитель:** ДОМ.РФ**Объем сделки:** 74.26 млрд руб.**Ставка купона:** 9.95% годовых**Дата размещения:** 26.11.18**Дата погашения:** 28.05.48**Организатор:** АО ВТБ Капитал**Специализированный депозитарий:** ДК «Регион»**Представитель владельцев облигаций:** ТРЕВЕЧ-Представитель**Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 192.83%**Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта:** 55 698**География активов:** Московская область (13%), Москва (12%), Санкт-Петербург (8%), республика Татарстан (6%), всего 75 субъектов РФ**Гос. рег. номер / ISIN:**  
4-06-00307-R-002P/ RU000A0ZZV86**ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ БСПБ 2, 01****Оригинатор / сервисный агент:**

Банк Санкт-Петербург

**Рейтинг:** AAA(ru.sf) (АКРА)**Объем сделки:** 7.55 млрд руб.**Ставка купона:** 9.35% годовых**Дата размещения:** 03.12.18**Дата погашения (оферты):** 10.12.45 (10.12.23)**Организаторы:** АО ВТБ Капитал, БК «Регион», Совкомбанк, ИФК «Солид»**Юр. консультант:** Егоров, Пугинский, Афанасьев и Партнеры**Специализированный депозитарий / Представитель владельцев облигаций:** ДК «Регион»**Резервный сервисный агент:** КБ ДельтаКредит**Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 201.96%**Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта:** 6063**География активов:** Санкт-Петербург и Ленинградская область (100%)**Гос. рег. номер / ISIN:**  
4-01-00426-R / RU000A0ZZW77**ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 007Р****Оригинатор / организатор / сервисный агент / потенциальный приобретатель:** Сбербанк России**Поручитель:** ДОМ.РФ**Объем сделки:** 46.09 млрд руб.**Ставка купона:** плавающая**Дата размещения:** 21.12.18**Дата погашения:** 28.06.48**Специализированный депозитарий:** Рыночный Спецдепозитарий**Представитель владельцев облигаций:** Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез**Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 193.43%**Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта:** 33 845**География активов:** Московская область (13%), Москва (9%), Свердловская область (5%), всего 81 субъект РФ**Гос. рег. номер / ISIN:**  
4-07-00307-R-002P / RU000A0ZZZ58**ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 008Р****Оригинатор / сервисный агент / потенциальный приобретатель:** ДОМ.РФ**Поручитель:** ДОМ.РФ**Объем сделки:** 5.15 млрд руб.**Ставка купона:** 9.28% годовых**Дата размещения:** 20.12.18**Дата погашения:** 28.12.44**Специализированный депозитарий:** Газпромбанк**Представитель владельцев облигаций:** Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез**Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 174.69%**Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта:** 6678**География активов:** Красноярский край (6%), Челябинская область (5%), всего 75 субъектов РФ**Гос. рег. номер / ISIN:**  
4-08-00307-R-002P / RU000A0ZZZ09

# Класс активов: кредиты МСБ

## СФО ТКБ МСП 1, КЛАСС А

**Оригинатор / сервисный агент:**  
Транскапиталбанк  
**Рейтинг:** AAA(ru.sf) (АКРА)  
**Объем сделки:** 5 млрд руб.  
**Ставка купона:** 9.25% годовых  
**Дата размещения:** 19.12.18  
**Дата погашения:** 31.10.33  
**Организаторы:** МСП Банк, Транскапиталбанк, Совкомбанк, ИФК «Солид»  
**Юр. консультант:** «Бейкер Макензи»  
**Агент по хранению:** ДК «Регион»  
**Резервный сервисный агент:**  
Кредит Европа Банк  
**Отношение объема денежных требований к заемщикам к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 137%  
**Количество кредитов в портфеле по данным премаркетинговых материалов:** 369  
**География активов (по остатку ссудной задолженности):** Москва (35%), Московская область (12%), Нижегородская область (8%), всего 31 субъект РФ  
**Гос. рег. номер / ISIN:**  
4-01-00436-R / RU000A0ZZZQ1

## СФО МОС МСП 1, КЛАСС А

**Оригинатор / сервисный агент:**  
Транскапиталбанк  
**Поручитель:** Корпорация МСП  
**Рейтинг поручителя:** AAA(RU) (АКРА)  
**Объем сделки:** 7 млрд руб.  
**Ставка купона:** 9.1% годовых  
**Дата размещения:** 26.12.18  
**Дата погашения:** 28.03.34  
**Организаторы:** МСП Банк, Промсвязьбанк, Совкомбанк, АО ВТБ Капитал, БК «Регион»  
**Юр. консультант:** Коллегия адвокатов «Международные адвокаты БМ» адвокатской палаты г. Москвы  
**Представитель владельцев облигаций:**  
УК «ТРАНСФИНГРУП»  
**Отношение объема денежных требований к заемщикам к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 142.86%  
**Количество кредитов в портфеле по данным премаркетинговых материалов:** 74  
**География активов (по остатку ссудной задолженности):** Московская область (20%), республика Татарстан (20%), Москва (19%), всего 18 субъектов РФ  
**Гос. рег. номер / ISIN:**  
4-01-00436-R / RU000A0ZZZQ1

# Класс активов: другие

## СФО КОРСАР – 4

**Активы:** денежные требования по кредитным договорам, ценные бумаги  
**Оригинатор / сервисный агент / потенциальный приобретатель:** Банк Жилищного Финансирования  
**Объем сделки:** 325 млн руб.  
**Ставка купона:** плавающая  
**Дата размещения:** 05.10.18  
**Дата погашения:** 25.04.45  
**Гос. рег. номер / ISIN:**  
4-01-00414-R/ RU000A0ZZNX3

## СФО ИНВЕСТКРЕДИТ ФИНАНС, 01

**Активы:** права требования по кредитам банку «Связной»  
**Оригинатор:** Т-Капитал  
**Объем сделки:** 500 млн руб.  
**Ставка купона:** 10% годовых  
**Дата размещения:** 03.12.18  
**Дата погашения:** 29.11.21  
**Организаторы:** Банк «Держава», ТРИНФИКО  
**Сервисные агенты:** ФАСП, Агентство кредитных решений, Автоматизированные Бизнес Системы, Сентинел Кредит Менеджмент, Первое Коллекторское Бюро  
**Отношение объема денежных требований к заемщикам к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта:** 2200%  
**Гос. рег. номер / ISIN:** 4-01-00414-R/ RU000A0ZZNX3

**Динамика основных показателей рынка жилищного ипотечного кредитования в 2015–2018 годах**

Источник: ЦБ РФ

Показатель	на 1 января 2019 года	на 1 января 2018 года	на 1 января 2017 года	на 1 января 2016 года
<b>Объем выданных ипотечных кредитов, млн руб.</b>				
всего	3 013 115	2 021 942	1 473 227	1 161 663
в рублях	3 012 702	2 021 398	1 472 140	1 157 760
в валюте	413	554	1087	3903
<b>Объем задолженности, млн руб.</b>				
всего	6 410 409	5 187 462	4 490 079	3 982 237
в рублях	6 376 845	5 144 933	4 418 892	3 851 153
в валюте	33 564	42 529	71 187	131 084
<b>Объем просроченной задолженности, млн руб.</b>				
всего	72 865	68 980	70 326	66 209
в рублях	61 300	54 575	48 040	39 524
в валюте	11 565	14 405	22 286	26 685
<b>Средневзвешенная ставка в рублях, %</b>				
с начала года	9.56	10.64	12.48	13.35
с начала декабря	9.66	9.79	11.55	12.92
<b>Средневзвешенная ставка в валюте, %</b>				
с начала года	9.33	7.06	8.65	9.82
с начала месяца	-	-	-	-

**Динамика ипотечного рынка в 2008–2018 годах**

год	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Выдача, млн руб.	655 808	152 500	376 331	716 944	1 031 992	1 353 926	1 762 523	1 147 339	1 473 227	2 021 942	3 013 115
Прирост, %	17.87	-76.75	146.77	90.51	43.94	31.20	30.18	-34.90	28.40	37.30	49.0
Выдача, шт.	349 502	130 085	301 433	523 582	691 724	825 039	1 012 301	691 943	856 378	1 086 950	1 471 821
Прирост, %	-11.52	-62.78	131.72	73.70	32.11	19.27	22.70	-31.65	23.76	26.90	35.40

Источник: ЦБ РФ

**Динамика средневзвешенных ставок по ипотечным кредитам в рублях в 2006–2018 годах**

Источник: ЦБ РФ

Год	Средняя ставка, %
2006	13.70
2007	12.60
2008	12.90
2009	14.30
2010	13.10
2011	11.90
2012	12.30

Год	Средняя ставка, %
2013	12.40
2014	12.45
2015	13.33
2016	12.48
2017	10.64
2018	9.56

**Поквартальный объем  
выданных ипотечных  
жилищных кредитов  
в 2005–2018 годах,  
млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

Год	1-й квартал	2-й квартал	3-й квартал	4-й квартал
2018	582 049	727 400	761 424	942 242
2017	321 314	451 664	512 779	736 185
2016	323 624	341 143	362 403	446 057
2015	218 130	242 544	301 161	385 504
2014	334 817	434 836	452 209	540 661
2013	226 993	315 536	363 430	447 665
2012	181 111	248 400	269 185	330 378
2011	104 904	168 072	194 387	245 596
2010	48 947	84 415	100 716	145 981
2009	24 546	30 856	36 141	60 958
2008	150 759	188 424	198 280	118 345
2007	82 316	120 820	160 619	192 734
2006	22 995	55 542	77 114	107 910
2005	4690	9838	16 163	25 650

	Всего	В рублях	В валюте
01.01.2019	6 410 409	6 376 845	33 564
01.01.2018	5 187 462	5 144 933	42 529
01.01.2017	4 490 079	4 418 892	71 187
01.01.2016	3 920 442	3 789 403	131 039
01.01.2015	3 520 098	3 383 727	136 371
01.01.2014	2 648 287	2 536 444	111 843
01.01.2013	1 982 442	1 864 094	118 348
01.01.2012	1 478 982	1 314 331	164 651
01.01.2011	1 129 373	949 247	180 126
01.01.2010	1 010 889	812 775	198 114
01.01.2009	1 070 329	838 942	231 387
01.01.2008	611 212	446 281	164 931
01.01.2007	233 897	144 806	89 091
01.01.2006	52 831	22 223	30 608
01.01.2005	17 772	7 150	10 622

**Объем задолженности  
по ипотечным  
жилищным кредитам,  
в 2004-2019 годах,  
млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

**Динамика роста  
задолженности по  
жилищным кредитам и  
ипотечным жилищным  
кредитам к ВВП,  
2004–2019 годы, %**

Источник: ЦБ РФ, Росстат.  
Расчеты: «Русипотека»

Год	ВВП, млрд руб.	Задолженность по ипотечным жилищным кредитам, млн руб.	Доля задолженности по ипотечным жилищным кредитам к ВВП, %
2018	103 627	6 410 409	6.20
2017	92 089	5 187 462	5.60
2016	86 010	4 490 079	5.20
2015	83 387	3 920 442	4.70
2014	79 200	3 528 379	4.50
2013	66 193	2 648 859	4.00
2012	62 147	1 997 204	3.21
2011	55 644	1 478 982	2.66
2010	46 309	1 129 373	2.44
2009	38 807	1 010 889	2.60
2008	41 276	1 070 329	2.59
2007	33 258	611 212	1.80
2006	26 904	233 897	0.87
2005	21 625	52 789	0.24
2004	17 048	17 772	0.10

**Доля просроченной  
задолженности  
по ипотечным  
жилищным кредитам,  
2006 — 01.01.2018, %**

Источник: ЦБ РФ  
Расчеты: «Русипотека»

Дата	Доля просроченной задолженности, %	Объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам, млн руб.		
		Всего	В рублях	В валюте
01.01.2019	1.14	72 865	61 300	11 565
01.01.2018	1.32	68 980	54 575	14 405
01.01.2017	1.56	70 326	48 040	22 286
01.01.2016	1.68	66 083	39 396	26 687
01.01.2015	1.30	46 096	28 953	17 143
01.01.2014	1.50	39 502	25 442	14 060
01.01.2013	2.10	41 655	27 548	14 107
01.01.2012	3.10	45 327	25 946	19 381
01.01.2011	3.70	41 632	23 564	18 068
01.01.2010	3.00	31 031	18 526	12 505
01.01.2009	1.20	12 102	5846	6256
01.01.2008	0.13	796	435	361
01.01.2007	0.02	48	22	26
01.01.2006	0.10	53	6	47

№ п/п	Банк	Портфель ипотечных жилищных кредитов, млн руб.
1	Сбербанк	3 594 052
2	ВТБ	1 023 392
3	Газпромбанк	329 095
4	Россельхозбанк	238 755
5	ДельтаКредит	159 454
6	Абсолют Банк*	86 855
7	Связь-Банк	74 699
8	Райффайзенбанк	72 299
9	Банк «Открытие»	63 046
10	Банк «Уралсиб»	61 508
11	Банк «Возрождение»	52 481
12	Банк «Санкт-Петербург»	48 659
13	Совкомбанк	46 479
14	Промсвязьбанк	43 512
15	«АК БАРС» Банк	43 077
16	ЮниКредит Банк	40 123
17	Банк ДОМ.РФ	37 847
18	Альфа-Банк*	37 534
19	Запсибкомбанк*	33 136
20	Банк «Зенит»	23 653
21	Росбанк	21 634
22	СНГБ	19 850
23	СМП Банк*	17 568
24	Металлинвестбанк*	14 455
25	МКБ	13 491

**ТОП-25 банков  
по величине ипотечных  
жилищных портфелей  
на балансе  
на 01.01.2019\***

Источник: «Русипотека»

\* Данные на 01.02.2019.

**Количество кредитных организаций — участников рынка ипотечного жилищного кредитования**

Источник: ЦБ РФ

Дата	Количество действующих банков	Количество банков, работающих на рынке ипотечного кредитования	Доля банков, работающих на рынке ипотечного кредитования, %
01.01.2019	484	358	74.0
01.01.2018	561	410	73.1
01.01.2017	623	484	77.7
01.01.2016	733	559	76.3
01.01.2015	834	629	75.4
01.01.2014	923	658	71.3
01.01.2013	956	667	69.8
01.01.2012	978	658	67.3
01.01.2011	1012	631	62.4
01.01.2010	1058	584	55.2
01.01.2009	1108	602	54.3

Период	2018 год	2017 год	2016 год	2015 год	2014 год	2013 год
Доля ТОП-5	85.80	82.69	79.56	82.44	80.66	73.63
Доля ТОП-10	92.70	92.33	88.86	89.07	86.96	79.32
Доля ТОП-15	97.30	96.34	94.36	93.57	90.24	81.97
Доля госбанков	85.80	84.22	80.95	84.44	82.19	72.75

**Концентрация ипотечного рынка, %**

Источник: «Русипотека»

**Рыночные доли банков ТОП-20 Высшей ипотечной лиги\* по объему выдачи ипотечных жилищных кредитов в 2018 году**

Источник: «Русипотека»

\* Высшая ипотечная лига — информационно-аналитический проект компании ООО «РУСИПОТЕКА», который анализирует работу топ-30 участников рынка ипотечного кредитования. Основным критерием для ранжирования является рыночная доля. Показатели банков обновляются на ежемесячной основе. Вне конкурса анализируется работа ДОМ.РФ.

№	Банк	Объем выданных кредитов, млн руб.	Рыночная доля, %
1	Сбербанк	1 560 204	51.78
2	ВТБ	672 292	22.31
3	Газпромбанк	149 408	4.96
4	Россельхозбанк	128 004	4.25
5	ДельтаКредит	74 643	2.48
6	Райффайзенбанк	63 441	2.11
7	Абсолют Банк	48 096	1.60
8	Банк «Открытие»	33 743	1.12
9	Альфа-Банк	33 049	1.10
10	Банк «Уралсиб»	30 531	1.01
11	«АК БАРС» Банк	29 847	0.99
12	Банк «Возрождение»	28 451	0.94
13	Промсвязьбанк	26 973	0.90
14	Совкомбанк	26 245	0.87
15	Банк «Санкт-Петербург»	25 289	0.84
16	Банк ДОМ.РФ	24 820	0.82
17	ЮниКредит Банк	22 428	0.74
18	Банк Центр-инвест	14 140	0.47
19	СМП банк	12 461	0.41
20	Транскапиталбанк	12 406	0.41
<b>Вне конкурса</b>			
ДОМ.РФ с учетом дочернего банка		81 693	2.71

Организация	Рыночная доля, %
<b>Банки с частным капиталом</b>	
Райффайзенбанк	2.92
ДельтаКредит	2.90
Абсолют Банк	1.35
Банк «Уралсиб»	1.34
Банк «Санкт-Петербург»	1.23
<b>Банки с частным российским капиталом</b>	
Абсолют Банк	1.35
Банк «Уралсиб»	1.34
Банк «Санкт-Петербург»	1.23
Банк «Возрождение»	0.79
Банк «АК БАРС»	0.70
<b>Банки с частным иностранным капиталом</b>	
ДельтаКредит	2.90
Райффайзенбанк	2.92
ЮниКредит Банк	0.47
<b>Банки с госучастием</b>	
Сбербанк	53.53
ВТБ 24	18.63
Газпромбанк	3.95
Россельхозбанк	3.63
ВТБ Банк Москвы	2.82

### Рыночная доля банков — лидеров Высшей ипотечной лиги по итогам 2018 года

Источник: «Русипотека»

### ТОП-25 кредиторов с максимальным объемом рефинансированных кредитов по итогам работы в 2018 году

Источник: «Русипотека»

№	Банк	Объем рефинансированных кредитов, млн руб.	Количество рефинансированных кредитов, шт.	Доля рефинансированных кредитов в общей выдаче, %
1	Сбербанк	58 766	36 525	3.77
2	ВТБ	83 602	43 015	12.44
3	Газпромбанк	46 660	25 136	31.23
4	Райффайзенбанк	25 126	10 897	39.61
5	Россельхозбанк	17 660	11 359	13.80
6	ДельтаКредит	14 609	6 611	19.57
7	Альфа-Банк	12 330	3 859	37.31
8	ЮниКредит Банк	9 869	3 807	44.00
9	Банк ДОМ.РФ	8 978	4 514	36.17
10	Промсвязьбанк	8 645	4 630	32.05
11	Банк «Открытие»	4 959	2 366	14.70
12	Банк «Уралсиб»	3 228	1 572	10.57
13	Примсоцбанк	3 110	1 477	43.27
14	Транскапиталбанк	3 006	1 577	24.23
15	Банк Левобережный	2 278	1 393	39.83
16	«АК БАРС» Банк	1 899	1 115	6.36
17	Запсибкомбанк	1 769	1 034	16.37
18	Абсолют Банк	1 490	635	3.10
19	Банк «Возрождение»	1 213	559	4.26
20	СМП банк	806	253	6.47
21	Банк «Санкт-Петербург»	744	358	2.94
22	Банк «Зенит»	298	130	9.87
23	Металлинвестбанк	216	107	4.09
24	Связь-Банк	52	27	0.58
25	Совкомбанк	42	25	0.16
Суммарно ДОМ.РФ с учетом дочернего банка		45 741	24 756	55.99

## Результаты ТОП-15 банков на рынке ипотечного кредитования за последние 5 лет

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %	Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
<b>Сбербанк</b>			2016	9 820	14
2018	1 560 204	44	2015	8 580	-40
2017	1 082 413	50	2014	14 225	22
2016	722 000	6.7	<b>Альфа-Банк</b>		
2015	676 930	-27	2018	33 049	-
2014	920 982	46	2017	-	-
<b>ВТБ*</b>			2016	-	-
2018*	672 292	55	2015	-	-
2017	376 736	28	2014	-	-
2016	293 687	48	<b>Банк «Уралсиб»</b>		
2015	198 368	-43	2018	30 531	13
2014	350 718	44	2017	27 076	346
<b>Газпромбанк</b>			2016	6065	298
2018	149 408	87	2015	1522	-73
2017	79 808	67	2014	5565	-58
2016	47 848	78	<b>«АК БАРС» Банк</b>		
2015	26 839	-58	2018	29 847	111
2014	63 262	-19	2017	14 165	6.1
<b>Россельхозбанк</b>			2016	13 349	81
2018	128 004	74	2015	7373	-33
2017	73 723	12	2014	10 953	29
2016	65 758	74	<b>Банк «Возрождение»</b>		
2015	37 700	-30	2018	28 451	77
2014	53 832	-	2017	16 048	-18
<b>ДельтаКредит</b>			2016	19 458	74
2018	74 643	27	2015	11 189	7
2017	58 864	40	2014	10 431	-28
2016	42 004	41	<b>Промсвязьбанк</b>		
2015	29 819	-9.5	2018	26 973	100
2014	32 936	17	2017	13 494	35
<b>Райффайзенбанк</b>			2016	10 024	-
2018	63 441	7	2015	-	-
2017	59 200	60	2014	9 579	166
2016	36 982	431	<b>Совкомбанк</b>		
2015	6 963	-64	2018	26 245	781
2014	19 500	13	2017	2978	-
<b>Абсолют Банк</b>			2016	-	-
2018	48 096	76	2015	-	-
2017	27 251	28	2014	-	-
2016	21 276	42	<b>Банк «Санкт-Петербург»</b>		
2015	14 973	-7	2018	25 289	1
2014	16 048	21	2017	24 946	41
<b>Банк «Открытие»</b>			2016	17 634	37
2018	33 743	170	2015	12 901	-17
2017	12 466	30	2014	15 595	18

Источник: «РУСИПОТЕКА»

\* С 2018 года — данные объединенного банка ВТБ24 и Банка Москвы



п/п	Регион	Объем, млн руб.
	<b>Российская Федерация</b>	<b>3 012 702</b>
1	г. Москва	385 200
2	Московская область	252 656
3	г. Санкт-Петербург	200 321
4	Тюменская область	142 214
5	Свердловская область	97 953
6	Республика Татарстан	95 112
7	Республика Башкортостан	92 260
8	Краснодарский край	78 495
9	Ханты-Мансийский АО — Югра	71 548
10	Новосибирская область	70 494
11	Красноярский край	63 266
12	Ростовская область	62 779
13	Челябинская область	59 618
14	Самарская область	58 393
15	Нижегородская область	57 790
16	Пермский край	52 185
17	Ленинградская область	48 136
18	Иркутская область	44 366
19	Кемеровская область	42 072
20	Оренбургская область	38 590

**20 регионов  
с максимальным  
объемом выданных  
ипотечных кредитов  
в рублях в 2018 году,  
млн рублей**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

**20 регионов  
с минимальным  
объемом выданных  
ипотечных кредитов  
в рублях в 2018 году,  
млн рублей**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

п/п	Регион	Объем, млн руб.
	<b>Российская Федерация</b>	<b>3 012 702</b>
1	Костромская область	9676
2	Республика Дагестан	9549
3	Псковская область	8829
4	Камчатский край	8009
5	Республика Хакасия	7926
6	Республика Крым	6200
7	Республика Северная Осетия — Алания	5932
8	Кабардино-Балкарская Республика	5779
9	Республика Калмыкия	5332
10	Магаданская область	5190
11	Республика Тыва	4586
12	Республика Адыгея	4174
13	Карачаево-Черкесская Республика	3197
14	Еврейская АО	2328
15	г. Севастополь	2150
16	Чеченская Республика	1919
17	Чукотский АО	1504
18	Республика Алтай	1407
19	Ненецкий АО	1275
20	Республика Ингушетия	480

№ п/п	Регион	Размер кредита, млн руб.
	<b>Российская Федерация</b>	<b>2.05</b>
1	г. Москва	4.37
2	Московская область	3.08
3	Сахалинская область	2.82
4	Чукотский автономный округ	2.73
5	г. Санкт-Петербург	2.72
6	Ямало-Ненецкий АО	2.65
7	Республика Саха (Якутия)	2.65
8	Республика Ингушетия	2.46
9	Республика Дагестан	2.44
10	Ненецкий АО	2.39
11	Ханты-Мансийский АО — Югра	2.38
12	Камчатский край	2.36
13	Приморский край	2.29
14	Ленинградская область	2.27
15	Тюменская область	2.26
16	Магаданская область	2.22
17	Хабаровский край	2.21
18	Чеченская Республика	2.21
19	г. Севастополь	2.21
20	Республика Тыва	2.18

**20 регионов  
с максимальным  
средним размером  
ипотечного кредита в  
рублях в 2018 году,  
млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

**20 регионов  
с минимальным средним  
размером ипотечного  
кредита в рублях  
в 2018 году, млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

№ п/п	Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
	<b>Российская Федерация</b>	<b>2.05</b>
1	Псковская область	1.63
2	Омская область	1.63
3	Пермский край	1.63
4	Пензенская область	1.61
5	Курская область	1.61
6	Саратовская область	1.59
7	Чувашская Республика — Чувашия	1.59
8	Оренбургская область	1.56
9	Республика Хакасия	1.55
10	Кемеровская область	1.51
11	Курганская область	1.51
12	Республика Марий Эл	1.49
13	Костромская область	1.49
14	Удмуртская Республика	1.49
15	Кировская область	1.46
16	Ульяновская область	1.45
17	Вологодская область	1.44
18	Алтайский край	1.44
19	Челябинская область	1.40
20	Республика Алтай	1.37

№ п/п	Регион	Выдано кредитов, шт.
	<b>Российская Федерация</b>	<b>1 471 809</b>
1	г. Москва	88 141
2	Московская область	82 048
3	г. Санкт-Петербург	73 657
4	Тюменская область	63 012
5	Республика Татарстан	54 783
6	Республика Башкортостан	53 504
7	Свердловская область	51 239
8	Краснодарский край	43 669
9	Челябинская область	42 570
10	Новосибирская область	37 226
11	Красноярский край	35 330
12	Самарская область	35 236
13	Ростовская область	34 750
14	Нижегородская область	32 546
15	Пермский край	32 094
16	Кемеровская область	27 842
17	Иркутская область	25 477
18	Алтайский край	25 241
19	Оренбургская область	24 775
20	Саратовская область	23 026

**20 регионов  
с максимальным  
количеством выданных  
ипотечных кредитов в  
рублях в 2018 году, шт.**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

**20 регионов  
с минимальным  
количеством выданных  
ипотечных кредитов  
в рублях в 2018 году, шт.**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

№ п/п	Регион	Выдано кредитов, штук
	<b>Российская Федерация</b>	<b>1 471 809</b>
1	Псковская область	5410
2	Республика Хакасия	5118
3	Сахалинская область	4771
4	Республика Дагестан	3916
5	Камчатский край	3395
6	Кабардино-Балкарская Республика	2981
7	Республика Крым	2978
8	Республика Северная Осетия - Алания	2876
9	Республика Калмыкия	2601
10	Республика Адыгея	2499
11	Магаданская область	2342
12	Республика Тыва	2104
13	Карачаево-Черкесская Республика	1855
14	Еврейская автономная область	1341
15	Республика Алтай	1029
16	г. Севастополь	975
17	Чеченская Республика	870
18	Чукотский автономный округ	550
19	Ненецкий автономный округ	533
20	Республика Ингушетия	195

№ п/п	Регион	Средневзвешенная ставка с начала года, %	Средневзвешенная ставка с по итогам декабря 2018 года, %
	<b>Российская Федерация</b>	<b>9.56</b>	<b>9.66</b>
1	г. Севастополь	10.29	10.23
2	Республика Крым	10.28	10.33
3	Чеченская Республика	9.79	10.00
4	Республика Ингушетия	9.75	9.96
5	Карачаево-Черкесская Республика	9.74	9.85
6	Челябинская область	9.69	9.83
7	Республика Алтай	9.69	9.79
8	Республика Саха	9.65	9.74
9	Калининградская область	9.64	9.90
10	Республика Адыгея	9.64	9.75
11	Республика Северная Осетия - Алания	9.64	9.88
12	Тюменская область	9.64	9.68
13	Краснодарский край	9.62	9.72
14	Пермский край	9.62	9.71
15	Ленинградская область	9.60	9.74
16	г. Санкт-Петербург	9.60	9.67
17	Свердловская область	9.60	9.68
18	Республика Дагестан	9.59	9.89
19	Саратовская область	9.59	9.73
20	Ханты-Мансийский АО — Югра	9.59	9.54

**20 регионов с максимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в рублях в 2018 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

**20 регионов с минимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в рублях в 2018 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

№ п/п	Регион	Средневзвешенная ставка с начала года, %	Средневзвешенная ставка с по итогам декабря 2018 года, %
	<b>Российская Федерация</b>	<b>9.56</b>	<b>9.66</b>
1	Смоленская область	9.49	9.60
2	Архангельская область	9.49	9.57
3	Новгородская область	9.49	9.65
4	Псковская область	9.49	9.61
5	Республика Марий Эл	9.49	9.64
6	Оренбургская область	9.49	9.61
7	Костромская область	9.48	9.53
8	Курская область	9.48	9.60
9	Орловская область	9.48	9.64
10	Кировская область	9.48	9.60
11	Чукотский автономный округ	9.48	9.87
12	Республика Карелия	9.47	9.59
13	Республика Коми	9.47	9.58
14	Сахалинская область	9.47	9.58
15	Астраханская область	9.46	9.54
16	Ямало-Ненецкий АО	9.46	9.54
17	Республика Мордовия	9.44	9.62
18	Чувашская Республика - Чувашия	9.43	9.51
19	Архангельская область	9.37	9.47
20	Ненецкий АО	6.82	6.34

№ п/п	Регион	Объем задолженности, млн руб.
	<b>Российская Федерация</b>	<b>6 410 409</b>
1	г. Москва	723 401
2	Московская область	525 036
3	г. Санкт-Петербург	379 180
4	Тюменская область	377 321
5	Свердловская область	208 955
6	Республика Башкортостан	181 469
7	Республика Татарстан	179 816
8	Краснодарский край	179 705
9	Новосибирская область	152 520
10	Красноярский край	148 400
11	Ростовская область	140 908
12	Челябинская область	136 048
13	Самарская область	124 852
14	Нижегородская область	121 716
15	Пермский край	112 220
16	Иркутская область	108 587
17	Ленинградская область	101 835
18	Кемеровская область	90 719
19	Оренбургская область	86 240
20	Республика Саха (Якутия)	84 902

**20 регионов  
с максимальным  
объемом задолженности  
по ипотечным кредитам  
на 01.01.2019, млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

**20 регионов  
с минимальным  
объемом задолженности  
по ипотечным кредитам  
на 01.01.2019, млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

№ п/п	Регион	Объем задолженности, млн руб.
	<b>Российская Федерация</b>	<b>6 410 409</b>
1	Новгородская область	21 306
2	Костромская область	19 933
3	Псковская область	19 576
4	Республика Хакасия	18 520
5	Камчатский край	16 342
6	Республика Северная Осетия — Алания	16 331
7	Кабардино-Балкарская Республика	14 954
8	Республика Калмыкия	11 982
9	Республика Тыва	11 096
10	Республика Адыгея	10 604
11	Магаданская область	10 468
12	Карачаево-Черкесская Республика	8711
13	Республика Крым	8606
14	Еврейская автономная область	5410
15	Чеченская Республика	4138
16	Республика Алтай	3761
17	Ненецкий АО	3562
18	г. Севастополь	3219
19	Чукотский автономный округ	3036
20	Республика Ингушетия	1116

№ п/п	Регион	Средневзвешенная ставка с начала года, %	Средневзвешенная ставка с по итогам декабря 2018 года, %
	<b>Российская Федерация</b>	<b>9.56</b>	<b>9.66</b>
1	г. Севастополь	10.29	10.23
2	Республика Крым	10.28	10.33
3	Чеченская Республика	9.79	10.00
4	Республика Ингушетия	9.75	9.96
5	Карачаево-Черкесская Республика	9.74	9.85
6	Челябинская область	9.69	9.83
7	Республика Алтай	9.69	9.79
8	Республика Саха	9.65	9.74
9	Калининградская область	9.64	9.90
10	Республика Адыгея	9.64	9.75
11	Республика Северная Осетия — Алания	9.64	9.88
12	Тюменская область	9.64	9.68
13	Краснодарский край	9.62	9.72
14	Пермский край	9.62	9.71
15	Ленинградская область	9.60	9.74
16	г. Санкт-Петербург	9.60	9.67
17	Свердловская область	9.60	9.68
18	Республика Дагестан	9.59	9.89
19	Саратовская область	9.59	9.73
20	Ханты-Мансийский АО — Югра	9.59	9.54

**20 регионов с максимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в рублях в 2018 году**

Источник: ЦБ РФ


Расчеты: «Русипотека»

**20 регионов с минимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в рублях в 2018 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: «Русипотека»

№ п/п	Регион	Средневзвешенная ставка с начала года, %	Средневзвешенная ставка с по итогам декабря 2018 года, %
	<b>Российская Федерация</b>	<b>9.56</b>	<b>9.66</b>
1	Смоленская область	9.49	9.60
2	Архангельская область	9.49	9.57
3	Новгородская область	9.49	9.65
4	Псковская область	9.49	9.61
5	Республика Марий Эл	9.49	9.64
6	Оренбургская область	9.49	9.61
7	Костромская область	9.48	9.53
8	Курская область	9.48	9.60
9	Орловская область	9.48	9.64
10	Кировская область	9.48	9.60
11	Чукотский автономный округ	9.48	9.87
12	Республика Карелия	9.47	9.59
13	Республика Коми	9.47	9.58
14	Сахалинская область	9.47	9.58
15	Астраханская область	9.46	9.54
16	Ямало-Ненецкий АО	9.46	9.54
17	Республика Мордовия	9.44	9.62
18	Чувашская Республика — Чувашия	9.43	9.51
19	Архангельская область	9.37	9.47
20	Ненецкий АО	6.82	6.34



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
2019

Приложение 3  
Ренкинги организаторов  
сделок

# Рэнкинги организаторов облигаций в России

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Газпромбанк	285 436	32	88	18.58
2	АО ВТБ Капитал	283 915	40	60	18.48
3	Sberbank CIB	208 322	27	54	13.56
4	Совкомбанк	192 433	24	41	12.53
5	Банк «ФК Открытие»	122 631	9	22	7.98
6	АТОН	104 815	30	34	6.82
7	Россельхозбанк	72 182	11	19	4.7
8	БК «Регион»	54 859	18	24	3.57
9	РОСБАНК	47 488	12	17	3.09
10	Райффайзенбанк	24 283	6	8	1.58
11	ЮниКредит Банк	20 580	11	13	1.34
12	Альфа-Банк	19 500	4	4	1.27
13	БКС Глобал маркетс	14 350	6	6	0.93
14	Внешэкономбанк	13 800	3	6	0.9
15	Промсвязьбанк	13 000	2	4	0.85
16	Банк «ЗЕНИТ»	9668	5	5	0.63
17	БИНБАНК	7083	6	7	0.46
18	АБСОЛЮТ БАНК	5851	5	5	0.38
19	«Ренессанс Капитал»	5100	2	2	0.33
20	Банк «РОССИЯ»	4751	1	1	0.31
<b>Остальные</b>		<b>26 195</b>			
<b>Итого</b>		<b>1 536 243</b>	<b>122</b>	<b>250</b>	<b>100</b>

## Рэнкинг организаторов корпоративных облигаций по итогам 2018 года, топ-20 (Россия)

Источник: Cbonds.ru

## Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2018 года (Россия)

Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество траншей	Доля рынка
1	АО ВТБ Капитал	81 561	3	3	63.38
2	МСП Банк	5100	2	2	14.96
3	Банк ДОМ.РФ	4751	1	1	8.54
4	Промсвязьбанк	3500	1	1	6.34
5	БК «Регион»	1700	2	2	5.33
6	Совкомбанк	1650	2	2	1.22
7	Райффайзенбанк	1604	1	1	0.23
8	ИФК «Солид»	1050	2	2	0.23
9	Банк «Держава»	500	1	1	0.23
<b>Итого</b>		<b>101 416</b>			<b>100</b>



**Рэнкинг представителей  
владельцев облигаций  
на внутреннем рынке  
по итогам 2018 года  
(Россия)**

Источник: Cbonds.ru

№	Представитель владельцев облигаций	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	«Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»	28	29.47
2	«Регион Финанс»	15	15.79
3	«Тревич-Представитель»	9	9.47
4	«Первая Независимая»	8	8.42
5–7	«Администратор фондов»	5	5.26
5–7	«Волста»	5	5.26
5–7	«ЮниСервис Капитал»	5	5.26
8	«Юнитек Сервис»	3	3.16
9–12	«Монотон»	2	2.11
9–12	«ОК-Инвест»	2	2.11
9–12	УК ТФГ	2	2.11
9–12	«Центральная трастовая компания»	2	2.11
13–21	«Гражданские Консультации»	1	1.05
13–21	ДК «Регион»	1	1.05
13–21	«Инвестиционный Монетный Аукцион Гелиос Финанс»	1	1.05
13–21	«Квест»	1	1.05
13–21	«ЛП Трасти Сервисез»	1	1.05
13–21	«Некторов, Савельев и Партнеры»	1	1.05
13–21	«Септем Капитал»	1	1.05
13–21	Финансовая корпорация «Атмосфера»	1	1.05
13–21	«Эталон Консалтинг»	1	1.05
<b>Итого</b>		<b>95</b>	<b>100</b>

## Рэнкинги участников сделок секьюритизации в Европе, США и мире

**Рэнкинг организаторов  
сделок секьюритизации  
в мире, топ-5**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный банк	9 мес. 2018 года			9 мес. 2017 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J. P. Morgan	94 894	272	11.2	79 646	220	10.2
2	Citigroup	88 620	271	10.4	88 964	253	11.4
3	Bank of America	75 593	231	8.9	71 113	202	9.1
4	Wells Fargo	63 933	210	7.5	61 464	186	7.9
5	Crédit Suisse	61 265	202	7.2	52 042	152	6.7
<b>Другие</b>				<b>54.8</b>			<b>54.7</b>
<b>Итого</b>		<b>849 960</b>	<b>1496</b>	<b>100</b>	<b>781 256</b>	<b>1333</b>	<b>100</b>

№	Инвестиционный банк	2018 год			2017 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	13 354	35	11.3	10 872	28	11.4
2	BNP Paribas	11 209	31	9.5	5 445	21	5.7
3	Bank of America	10 989	35	9.3	11 116	33	11.6
4	Barclays	8984	24	7.6	10 779	19	11.3
5	J. P. Morgan	8780	15	7.4	3532	10	3.7
<b>Другие</b>				<b>54.9</b>			<b>56.3</b>
<b>Итого</b>		<b>117 953</b>	<b>196</b>	<b>100</b>	<b>95 454</b>	<b>165</b>	<b>100</b>

**Рэнкинг организаторов  
сделок секьюритизации  
в Европе (включая ABS,  
MBS, CMBS, CLO и CDO),  
топ-5**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

### Ранкинг организаторов сделок ABS в США, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный банк	2018 год			2017 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	38 084	148	11.9	38 358	132	13.6
2	J. P. Morgan	35 786	126	11.2	31 151	107	11.1
3	Bank of America	31 797	114	10.0	28 476	99	10.1
4	Barclays	25 050	105	7.9	24 742	102	8.8
5	Wells Fargo	22 690	96	7.1	20 788	80	7.4
<b>Другие</b>		<b>51.9</b>			<b>57.8</b>		
<b>Итого</b>		<b>319 052</b>	<b>555</b>	<b>100</b>	<b>281 881</b>	<b>472</b>	<b>100</b>

№	Инвестиционный банк	2018 год			2017 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J. P. Morgan	8072	18	31.5	6700	10	35.1
2	Wells Fargo	6213	25	24.3	3274	11	17.1
3	Crédit Suisse	3713	12	14.5	2990	7	15.7
4	Bank of America	2785	11	10.9	3240	7	17.0
5	Morgan Stanley	1773	7	6.9	770	3	4.0
<b>Другие</b>		<b>11.9</b>			<b>11.1</b>		
<b>Итого</b>		<b>25 617</b>	<b>60</b>	<b>100</b>	<b>19 099</b>	<b>39</b>	<b>100</b>

### Ранкинг организаторов сделок MBS в США, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

### Ранкинг организаторов сделок CLO / CDO в мире, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный банк	2018 год			2017 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	26 006	50	14.5	23 863	45	16.1
2	Morgan Stanley	22 446	48	12.5	14 398	28	9.7
3	J. P. Morgan	18 346	45	10.2	11 811	29	8.0
4	Bank of America	17 934	35	10.0	15 303	29	10.3
5	Crédit Suisse	15 878	31	8.9	8396	13	5.7
<b>Другие</b>		<b>43.9</b>			<b>50.2</b>		
<b>Итого</b>		<b>179 197</b>	<b>353</b>	<b>100</b>	<b>148 200</b>	<b>286</b>	<b>100</b>

### Ранкинг эмитентов сделок секьюритизации в мире (включая ABS, MBS, CLO и CDO), топ-10

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

№	Эмитент	2018 год			2017 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	General Motors	20 918	27	3.1	19 384	21	3.2
2	Santander Group	20 289	21	3.0	14 199	20	2.4
3	Japan Housing Finance Agency	18 441	15	2.7	18 420	12	3.1
4	Freddie Mac	15 560	15	2.3	14 072	14	2.4
5	Ford	14 548	16	2.2	15 941	17	2.7
6	Volkswagen	12 299	14	1.8	8134	16	1.4
7	Crédit Suisse	11 705	16	1.7	6506	11	1.1
8	Blackstone	10 672	19	1.6	13 534	18	2.3
9	Mercedes-Benz	8986	11	1.3	6387	8	1.1
10	Rabobank	8516	7	1.3	5037	4	0.8
<b>Другие</b>		<b>529 770</b>	<b>1 032</b>	<b>79</b>	<b>475 583</b>	<b>896</b>	<b>79.5</b>
<b>Итого</b>		<b>671 704</b>	<b>1 193</b>	<b>100</b>	<b>597 197</b>	<b>1 037</b>	<b>100</b>

**Ранкинг юридических консультантов организаторов сделок ABS / MBS в США, топ-5**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

№	Юридический консультант	2018 год		2017 год	
		Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн
1	Sidley Austin	101	68 662	74	48 387
2	Morgan Lewis	79	44 219	76	53 148
3	Hunton Andrews	74	41 220	44	25 585
4	Mayer Brown	51	30 740	52	37 587
5	Dentons	42	18 245	48	21 225
<b>Другие</b>		<b>347</b>	<b>203 086</b>	<b>294</b>	<b>185 932</b>
<b>Итого</b>		<b>615</b>	<b>344 669</b>	<b>511</b>	<b>300 980</b>

№	Юридический консультант	2018 год		2017 год	
		Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн
1	Mayer Brown	108	68 207	72	49 653
2	Katten Muchin	70	53 650	58	49 593
3	Morgan Lewis	57	35 274	39	29 316
4	Sidley Austin	41	22 022	29	17 751
5	Dentons	26	10 030	13	6 151
<b>Другие</b>		<b>302</b>	<b>189 183</b>	<b>211</b>	<b>152 463</b>
<b>Итого</b>		<b>615</b>	<b>344 669</b>	<b>511</b>	<b>300 980</b>

**Ранкинг юридических консультантов эмитентов сделок ABS / MBS в США, топ-5**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

**Ранкинг трасти сделок ABS / MBS в США, топ-5**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

№	Трасти	2018 год			2017 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	U.S. Bank	85 708	157	24.9	85 243	133	28.3
2	Wells Fargo	63 530	122	18.4	62 795	112	20.9
3	Wilmington Trust	61 812	136	17.9	40 548	109	13.5
4	BNY Mellon	45 816	68	13.3	43 489	60	14.4
5	Citigroup	37 269	57	10.8	23 717	31	7.9
<b>Другие</b>		<b>294 135</b>	<b>540</b>	<b>14.7</b>	<b>255 792</b>	<b>445</b>	<b>15.0</b>
<b>Итого</b>		<b>344 669</b>	<b>615</b>	<b>100</b>	<b>300 980</b>	<b>511</b>	<b>100</b>

№	Рейтинговое агентство	2018 год			2017 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	S&P	189 839	304	55.1	163 763	246	54.4
2	Moody's	170 887	251	49.6	153 336	219	50.9
3	Fitch	165 488	233	48.0	161 458	222	53.6
4	DBRS	83 568	157	24.2	77 719	148	25.8
5	Kroll	67 747	174	19.7	55 751	139	18.5
6	Morningstar	27 736	55	8.0	14 879	33	4.9
<b>Итого</b>		<b>344 669</b>	<b>615</b>	<b>100</b>	<b>300 980</b>	<b>511</b>	<b>100</b>

**Ранкинг рейтинговых агентств в сделках ABS / MBS в США**

Источник: Asset-Backed Alert  
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный банк	Объем, \$ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Citigroup	51 196	192	299	8.31
2	HSBC	47 817	228	378	7.76
3	J. P. Morgan	36 495	145	231	5.92
4	Standard Chartered Bank	33 349	161	286	5.41
5	Deutsche Bank	27 878	84	142	4.53
6	Goldman Sachs	20 471	55	108	3.32
7	BNP Paribas	20 013	105	158	3.25
8	Bank of America Merrill Lynch	19 815	82	136	3.22
9	Morgan Stanley	15 538	63	104	2.52
10	Bank of China	15 043	131	214	2.44
11	Credit Suisse	13 021	66	101	2.11
12	Barclays	12 586	55	89	2.04
13	UBS	11 240	73	109	1.82
14	Crédit Agricole CIB	11 083	62	122	1.8
15	Société Générale	10 670	54	97	1.73
16	Mizuho Financial Group	9174	73	130	1.49
17	ICBC	8658	84	130	1.41
18	Mitsubishi UFJ Financial Group	7901	45	84	1.28
19	Banco Santander	7462	18	28	1.21
20	DBS Bank	7371	77	115	1.2
<b>Остальные</b>		<b>229 183</b>			
<b>Итого</b>		<b>615 964</b>	<b>773</b>	<b>1785</b>	<b>100</b>


**Рэнкинг организаторов еврооблигаций развивающихся рынков Plain Vanilla по итогам 2018 года, топ-20**

Источник: Cbonds.ru

**Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2018 года (Россия)**

Источник: Cbonds.ru

№	Юридическая фирма	Количество эмиссий	Количество эмитентов
1	Linklaters	362	195
2	Allen & Overy	315	174
3	Clifford Chance	254	134
4	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	132	53
5	Davis Polk	96	50
6	Latham & Watkins	92	60
7	Shin & Kim	76	46
8	Sidley Austin	72	37
9	King & Wood Mallesons	71	53
10	Commerce & Finance	64	28
11	White & Case	52	32
12	Shearman & Sterling	48	24
13	Freshfields Bruckhaus Deringer	46	17
14	Jingtian Gongcheng	44	26
15	Allen & Gledhill	39	17
16	Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom	34	23
17	Simpson Thacher & Bartlett	33	20
18	Jun He	27	21
19	Conyers Dill & Pearman	26	17
20	Dechert LLP	24	11
21	Baker & McKenzie	22	18
22–23	Lee & Ko	21	14
22–23	Norton Rose Fulbright	21	8
24–25	Milbank, Tweed, Hadley & McCloy	20	19
24–25	Maples & Calder	20	17
<b>Остальные</b>		<b>696</b>	
<b>Итого</b>		<b>1 106</b>	<b>632</b>



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ  
РОССИЙСКОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
2019

Приложение 4  
Конференции  
по долговому рынку  
и секьюритизации  
в 2019 году

## CBONDS

[www.cbonds-congress.com](http://www.cbonds-congress.com)

Название конференции	Дата события	Место проведения
V Российский ипотечный конгресс	6 февраля 2019 г.	Москва, РФ
VIII Cbonds Emerging Markets Bond Conference	11–12 апреля 2019 г.	Гонконг, Китай
XVI Облигационный конгресс стран СНГ, Балтии и Кавказского региона	13–14 июня 2019 г.	Батуми, Грузия
VIII конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	19 сентября 2019 г.	Москва, РФ
XVII Российский облигационный конгресс	5–6 декабря 2019 г.	Санкт-Петербург, РФ

## INFORMATION MANAGEMENT NETWORK

[www.imn.org](http://www.imn.org)

Название конференции	Дата события	Место проведения
SFIG Vegas 2019	24–27 февраля 2019 г.	Лас-Вегас, Невада, США
Investors' Conference on CRE CLOs	14 марта 2019 г.	Нью-Йорк, США
Global Investors' Conference on securitisation in China	30–31 марта 2019 г.	Пекин, Китай
Investors' Conference on European CLOs and Leveraged Loans	2 апреля 2019 г.	Лондон, Великобритания
Global Covered Bonds Conference	4 апреля 2019 г.	Лондон, Великобритания
Residential Mortgage Servicing Rights Conference	15–16 апреля 2019 г.	Нью-Йорк, США
Credit Risk Transfer Symposium	25 апреля 2019 г.	Нью-Йорк, США
Investors' Conference on CLOs and Leveraged Loans	20–21 мая 2019 г.	Нью-Йорк, США
Single Family Rental Investment Forum	29–31 мая 2019 г.	Холливуд, Флорида, США
Global ABS 2019	11–13 июня 2019 г.	Барселона, Испания
ABS East 2019	22–24 сентября 2019 г.	Майами-Бич, Флорида, США
Asian Structured Credit Summit	17–18 октября 2019 г.	Гонконг, Китай

## ТЕМАТИЧЕСКИЕ КОНФЕРЕНЦИИ

Организатор	Название конференции	Дата события	Место проведения
American Bankers Association www.aba.com	American Mortgage Conference	29 апреля — 1 мая 2019 г.	Пайнхёрст, Северная Каролина, США
Euromoney www.euromoneyconferences.com	The Euromoney / ECBC Asian Covered Bond Forum 2019	12 марта 2019 г.	Сингапур
	The Euromoney / ECBC North America Covered Bond Forum 2019	5 июня 2019 г.	Торонто, Канада
Fitch Learning www.fitchlearning.com	Understanding Securitization & ABS	6 марта 2019 г.	Лондон, Великобритания
		3 мая 2019 г.	Сингапур
		5 июня 2019 г.	Нью-Йорк, США
		14 июня 2019 г.	Лондон, Великобритания
	CLO Credit Risk	12–13 марта 2019 г.	Нью-Йорк, США
		15–16 мая 2019 г.	Лондон, Великобритания
		20–21 мая 2019 г.	Нью-Йорк, США
	CMBS Credit Risk	17–18 июня 2019 г.	Нью-Йорк, США
		25–26 июня 2019 г.	Лондон, Великобритания
	Covered Bonds: Credit and Market Risk	7–8 марта 2019 г.	Франкфурт-на-Майне, Германия
		6–7 июня 2019 г.	Лондон, Великобритания
	RMBS: Assessing Value and Risk	13–14 мая 2019 г.	Лондон, Великобритания
		24–25 июня 2019 г.	Нью-Йорк, США
	IIR http://iir.nl	Securitisation Event	21 марта 2019 г.
SIFMA www.sifma.org	Insurance & Risk Linked Securities Conference	27 февраля — 1 марта 2019 г.	Майами, Флорида, США
Mortgage Bankers Association www.mba.org	National Mortgage Servicing Conference & Expo	25–28 февраля 2019 г.	Орландо, Флорида, США
	National Secondary Market Conference & Expo	19–22 мая 2019 г.	Нью-Йорк, США
	Annual Convention & Expo	27–30 октября 2019 г.	Остин, Техас, США
Opal Financial Group opalgroup.net	Alternative Investing Summit 2019	4–6 декабря 2019 г.	Дана Пойнт, Калифорния, США
True Sale International www.true-sale-international.com	TSI Congress 2019	26–27 сентября 2019 г.	Берлин, Германия
ГК «Бюллетень Недвижимости» sochicongress.ru	Сочинский всероссийский жилищный конгресс	8–12 апреля 2019 г.	Сочи, РФ

«Энциклопедия российской секьюритизации – 2019» — восьмой выпуск тематических материалов, посвященных секьюритизации в России и зарубежному опыту подобных сделок. В энциклопедии собрана и обобщена статистика по всем прошедшим сделкам. Ведущие эксперты рынка делятся своим опытом, рассказывают об особенностях проведения сделок по секьюритизации различных активов, о своем видении проблем развития новых финансовых инструментов и инфраструктуры рынка, о юридических особенностях проведения сделок, анализируют текущее законодательство. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2019» адресована специалистам в области рынка секьюритизации банков и инвестиционных компаний, специалистам по ипотечному, потребительскому кредитованию, а также всем читателям, заинтересованным в развитии современных финансовых инструментов и технологий.

**ПРИГЛАШАЕМ ПРИНЯТЬ УЧАСТИЕ В ВЫПУСКЕ  
«ЭНЦИКЛОПЕДИИ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ – 2020»**

Контактная информация по вопросам участия:

Альберт Ипполитов: e-mail: [project@rusipoteka.ru](mailto:project@rusipoteka.ru), тел.: +7 (916) 113 8001

Константин Васильев: e-mail: [kv@cbonds.info](mailto:kv@cbonds.info), тел.: +7 (812) 336 9721 \*105

**ООО «Сбондс.ру»**

194044, г. Санкт-Петербург, Пироговская наб., д. 21, БЦ «Нобель»

Тел./факс: +7 (812) 336 9721

[www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)

**Rusipoteka.ru (ООО «Русипотека»)**

124482, г. Москва, Савелкинский проезд, 4. Бизнес-центр, офис 1313

Тел.: +7 (916) 113 8001

[www.rusipoteka.ru](http://www.rusipoteka.ru)

**Редактор** — Елена Авдоничева

**Коллектив редакции:**

Альберт Ипполитов, генеральный директор, ООО «Русипотека»

Константин Васильев, заместитель генерального директора, к.э.н., ООО «Сбондс.ру»  
рынков России и стран СНГ, ООО «Сбондс.ру»

**Дизайн:** Владимир Панкратов

**Корректурa:** Юлия Гомулина

Подписано в печать: 14.03.2019

Отпечатано в типографии «Любавич», Санкт-Петербург

Тираж: 1500 экз.