

2022

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Sbonds

РН РУСИПОТЕНА
инфраструктура и технологии

ВТБ Капитал

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ **2022**

Стратегический партнер:



Партнер рубрики:



Партнеры:



За год, прошедший после предыдущего выпуска «Энциклопедии российской секьюритизации», объем сделок секьюритизации в России достиг максимума за всю историю рынка, составив в 2021 году более 450 млрд рублей. В течение года сохранялись тенденции прошлых периодов. Более 90% пришлось на ипотечные облигации, объем эмиссии которых также стал рекордным и превысил 412 млрд рублей. Основная доля выпуска ИЦБ приходится на облигации по программе ДОМ.РФ, суммарная эмиссия которых превысила 1.3 трлн рублей. Рынок оставался высоко концентрированным: 93% выпущенных за год ипотечных бумаг пришлось на крупнейшие банки с государственным участием, при этом ВТБ обеспечил более 50% всего объема выпуска за все время действия программы. Расширение рынка, повышение его конкурентности за счет привлечения новых банков-оригинаторов продолжает оставаться важнейшей задачей отрасли.

Другие тренды, за которыми мы продолжаем наблюдать, — это цифровизация рынка секьюритизации и распространение ESG-инвестиций. Из 13 выпусков ипотечных облигаций прошлого года четыре частично или полностью были обеспечены электронными закладными. Скорейшее распространение цифровых технологий в сфере ипотечного кредитования должно ускорить и качественно улучшить операционные процессы и облегчить выход на рынок секьюритизации новых игроков, в том числе за счет снижения затрат, связанных с организацией и сопровождением сделок, что до сих пор остается серьезным сдерживающим фактором для многих банков. Внедрение новой технологичной модели позволит не только повысить эффективность, но и снизить риски транзакций.

Рост популярности ESG-инвестиций в сфере секьюритизации — глобальный тренд, который, безусловно, должен был проявиться и на российском рынке. В 2020 году были закрыты первые сделки, отвечающие принципам устойчивого развития. Мы ожидали роста этой активности, но в течение года была реализована только одна подобная сделка секьюритизации — первый в России выпуск социальных ипотечных облигаций ДОМ.РФ, получивший соответствующее заключение. При этом за 2021 год российские инвесторы вложили 152 млрд рублей в облигации сектора устойчивого развития на Московской бирже, и, по оценке экспертов, спрос на подобные инструменты превышал предложение. В прошлом году Банк ВТБ и ДОМ.РФ объявили о запуске программ «зеленой ипотеки» и планах выпуска соответствующих зеленых облигаций. Думаю, это может стать важным событием, и именно ипотечные облигации — зеленые и социальные — смогут стать значимым фактором развития этого сегмента рынка, учитывая рост объемов соответствующих кредитов на балансах банков.



Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации,
ВТБ Капитал

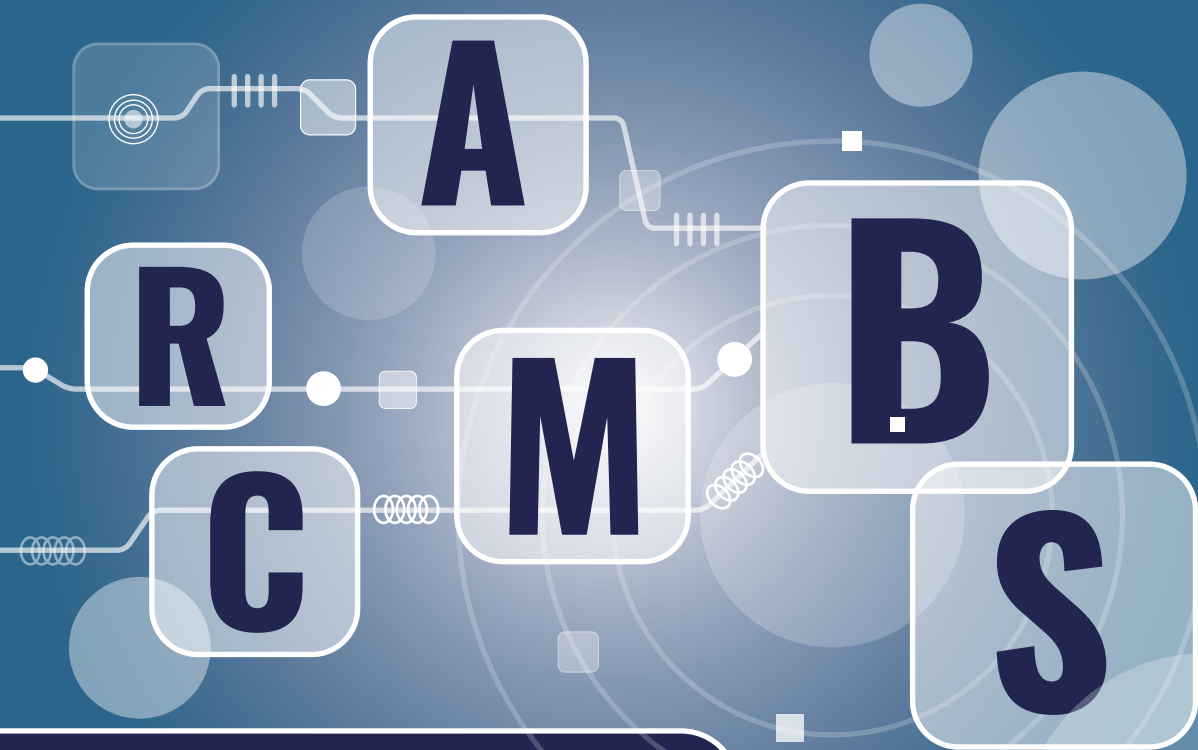
Основными инвесторами в ИЦБ, как и годом ранее, оставались кредитные организации. Следует отметить, что принятые в последнее время Банком России инициативы в целом содействовали формированию стимулирующей регуляторной среды в отрасли ипотечной секьюритизации. Однако высокая волатильность финансовых, в том числе облигационного, рынков оказалась сильнее созданных стимулов, в результате значительная часть эмиссии ИЦБ осталась на балансах банков-оригинаторов. По той же, очевидно, причине снизили свои вложения в ипотечные бумаги и НПФы, которые сегодня далеко не выбирают установленный для них специальный лимит вложений в ипотечные облигации.

Практика последнего года показала, что есть спрос на структурированные бумаги и со стороны физических лиц, это касалось и ипотечных бумаг, изначально ориентированных на корпоративных клиентов. Выработка целевых подходов к работе с этой группой инвесторов способна расширить потенциал рынка, учитывая, что в условиях высокой неопределенности и ужесточения монетарной политики большей популярностью у населения пользуются надежные активы со стабильным доходом. К ним можно отнести и бумаги, обеспеченные ипотекой или другими классами активов, и имеющие

поручительство государственных корпораций развития или наивысший рейтинг.

В этой связи хорошим примером может служить секьюритизация потребительских кредитов Банка ВТБ, успешно прошедшая в прошлом году. Сделка стала первой в стране, полностью структурированной по российскому законодательству, получила рейтинг AAAsf. от агентства «Эксперт» и на 97.7% была размещена среди физических лиц. В ходе первичного размещения были использованы специализированные каналы розничных продаж, включая онлайн-платформу. В результате весь объем эмиссии в 35 млрд рублей был успешно продан, хотя на это и потребовалось определенное время.

Принимая во внимание ситуацию, сложившуюся на начало 2022 года на российском финансовом рынке, ожидаемые сценарии развития отечественной секьюритизации, базировавшиеся на наблюдаемых нами трендах, могут не реализоваться или быть отложены на неопределенное время. Пока кажется очевидным, что для посткризисного восстановления потребуются все наработанные инструменты рынка секьюритизации, весь накопленный опыт, которым ведущие участники отрасли делятся с читателем на страницах нашей Энциклопедии.



X конференция

Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России

14 сентября 2022 года, Москва

Крупнейшая в России конференция для профессионалов рынка секьюритизации. Программа конференции ориентирована на глубокое и детальное рассмотрение практических вопросов, касающихся организации выпуска, юридического сопровождения, рейтингования, инвестирования, ведения учета, а также законодательного регулирования ипотечных ценных бумаг и других типов секьюритизированных активов.

cbonds-congress.com



Дорогие друзья!

Мы продолжаем выпуск ежегодного сборника «Энциклопедия российской секьюритизации» и представляем вашему вниманию его одиннадцатый номер. В выпуске ведущие эксперты рынка российской и мировой секьюритизации традиционно делятся мнениями и опытом организации сделок секьюритизации. В приложении вы можете ознакомиться со статистической информацией по участникам рынка, объемам новых сделок, рэнкингам и данным ипотечного кредитования.

Во вступительном слове прошлого выпуска Энциклопедии мы писали: «2020 год выдался во всех смыслах необычным — всем нам приходилось справляться с последствиями коронакризиса и привыкать к работе в новых условиях». Тогда казалось, что коронавирусная история близится к своей развязке, но получилось не совсем так — впереди нас ждали новые и новые витки ее развития. Однако так или иначе можно с уверенностью сказать, что рынок научился с этой «историей» уживаться и даже взаимодействовать.

На первом плане в 2021 году уже традиционно фигурировали ипотечные бумаги ДОМ.РФ — именно на них пришелся наибольший объем размещений на рынке — 11 выпусков общим объемом более 400 млрд рублей.

Эксперты выпуска считают, что тенденция преобладания ипотечных бумаг ДОМ.РФ кардинально не изменится и по итогам 2022 года, и отмечают, что побуждающим фактором к секьюритизации для originаторов станет не столько возможность привлечь фондирование, сколько разгрузка капитала. Также среди предполагаемых тенденций — выход в 2022–2023 годах в сегмент многотраншевых сделок как недавних дебютантов, так и новых originаторов.

Среди ключевых трендов авторы Энциклопедии отмечают интерес розничных инвесторов к инструменту, активное использование цифровизации в виде секьюритизации электронных закладных и фокус в сторону ESG-финансирования.

На фоне стремительного роста количества информационных ресурсов мы предлагаем вам ознакомиться с обзором нескольких актуальных тематических книг, а также с подборкой профильных Telegram-каналов.

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

До встречи в следующих выпусках Энциклопедии.

Коллектив редакции

С учетом стремительно меняющейся ситуации на рынке считаем необходимым уточнить, что большая часть материалов наших авторов поступила в редакцию до 21 февраля 2022 года. События после этой даты в статьях наших экспертов не учтены.



Альберт ИПОЛИТОВ,
генеральный директор,
ООО «РУСИПОТЕКА»



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



Анна ДОРОНИНА,
редактор Энциклопедии

ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 10** Год рекордов
Валерий Вайсберг, ИК «Регион»
- 15** Секьюритизация непрофильных активов. Зарубежный опыт
Геннадий Годяев, Абсолют Банк
- 18** «Разгрузка капитала — главный побуждающий к секьюритизации фактор для оригинаторов»
Круглый стол организаторов сделок

МИРОВОЙ РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 28** Прогноз по рынку структурированных финансов на 2022 год
Джеймс Манци, Том Шопфлохер, S&P Global Ratings
- 35** В Грузии готовится к принятию новый закон, регулирующий выпуск обеспеченных облигаций
Станислав Настасьин, Moody's Investors Service
- 40** Жилищный рынок США во время пандемии и государственные ипотечные агентства
Виктория Бакланова, д-р юрид. наук финансового законодательства

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕКИ

- 46** Российский рынок ипотечных ценных бумаг: очередной рекорд установлен, ждем паузу
Андрей Сучков, ВТБ Капитал
- 52** ИЦБ ДОМ.РФ: опыт 2021 года
Павел Довбня, Ценовой центр АО «ДОМ.РФ»; Юлия Курбатова, Секьюритизация АО «ДОМ.РФ»
- 58** Почему нужно было секьюритизировать ипотеку вчера?
Леонид Бельченко, Павел Кашицын, Эксперт РА
- 67** Мультиоригинаторные сделки ипотечной секьюритизации в России: особенности для оригинаторов
Евгений Бардадим, Михаил Пичугин, Азиатско-Тихоокеанский Банк
- 72** Что нам стоит дом построить
Александр Диваков, агентство НКР
- 78** «Выбор в пользу одностраншевых ипотечных облигаций»
Мнения НПФ как инвесторов на рынке ипотечных ценных бумаг

РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ

Партнер рубрики:  СОВКОМБАНК

- 84** Секьюритизация потребительских кредитов. Практические аспекты сделки
Виталий Петров,
Наталья Аксенова, Банк ВТБ
- 89** Облигации ESN — новый вид европейских облигаций, обеспеченных кредитами МСП
Анне-Софи Спирито,
Станислав Настасьин,
Moody's Investors Service
- 96** Цели и задачи развития рынка неипотечной секьюритизации
Олег Иванов,
Ассоциация банков России
- 105** Single asset, single borrower выпуски как подкласс сделок CMBS и их потенциал в России
Сергей Кадук, Совкомбанк

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 110** Электронные закладные: первые итоги
Анна Зайцева, ДК «Регион»
- 115** Блокчейн-технология для развития рынка секьюритизации
Анастасия Мишурина,
ООО «Системы распределенного реестра»

- 118** О корпоративном структурировании компаний специального назначения: желания и возможности
Надежда Лебедева,
Trewetch Group
- 124** Доступность облигаций в рамках сделок секьюритизации для разных категорий инвесторов
Александр Кузнецов,
Анна Сидоренко, адвокатское бюро «Линия права»
- 130** «Электронные закладные в фокусе внимания рынка» «Круглый стол» представителей инфраструктуры рынка

CASE STUDY

- 136** X ежегодная конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»: case study
Сергей Михайлов, Абсолют Банк
- 142** Книжное обозрение.
- 144** Тематические Telegram-каналы и группы
- 145** Приложение 1. Участники рынка
- 157** Приложение 2. Статистика рынка
- 187** Приложение 3. Рэнкинги организаторов сделок
- 193** Приложение 4. Конференции по долговому рынку и секьюритизации в 2021 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 р 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

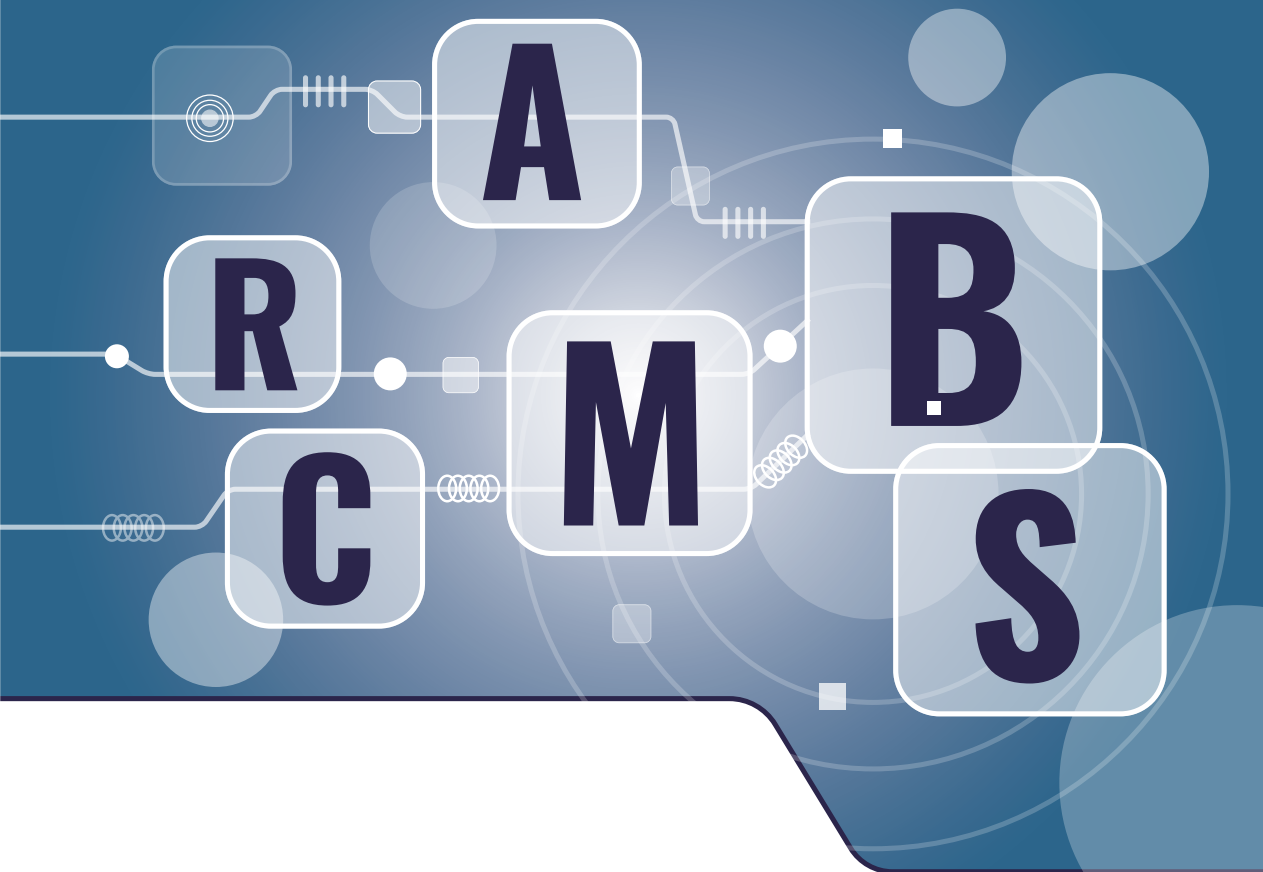
Проекты ООО «РУСИПОТЕКА»

- Авторский проект «Информационно-аналитический портал РУСИПОТЕКА.РФ»
- Авторский проект «Сообщество участников ипотечного рынка 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
research@rusipoteka.ru

+7 (916) 113-80-01



Тенденции рынка секьюритизации



Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического
департамента, ИК «Регион»

Год рекордов

Благодаря относительно мягким эпидемиологическим мерам экономика России не только быстро восстановилась, но и начала демонстрировать признаки перегрева. Резкий рост продаж новостроек и дополнительные социальные выплаты стимулировали повышенный интерес потребителей на товары длительного пользования. Параллельно быстрыми темпами увеличивался инвестиционный спрос. Расплатой за стремительный рост стала повышенная инфляция, решительную борьбу с которой Банк России продолжит в 2022 году.

По итогам 2021 года внутренний валовый продукт (ВВП) России вырос не менее чем на 4.7%, что стало лучшим результатом за последние 10 лет. Сальдо счета текущих операций могло достигнуть 7% от ВВП, что превышает уровень 2018 года и является рекордным показателем за 15 лет. Международные резервы достигли максимума за все время наблюдений — \$631 млрд. Безработица вернулась к историческим минимумам. Несмотря на по-прежнему высокие чрезвычайные расходы на здравоохранение и крупные разовые социальные выпла-

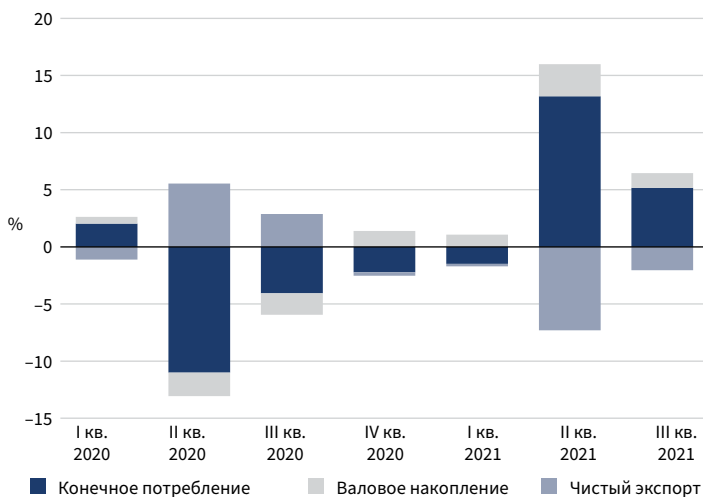
ты, федеральный бюджет сведен с приличным профицитом 0.4% ВВП. Неплохо шли дела и в частном секторе: доля прибыльного крупного и среднего бизнеса также ставила рекорды.

По сравнению с первым годом пандемии факторы экономического роста поменялись местами. Чистый экспорт, сгладивший спад экономики в 2020 году, теперь стабильно вносил отрицательный вклад в рост ВВП. Вместо него локомотивами стали потребительский и инвестиционный спрос (Рисунок 1), ранее просевшие из-за неопределенности и ограничений. Программа льготной ипотеки способствовала не только ускорению темпов жилищного строительства (построенные около 90 млн м² стали максимальными со времен СССР), но и росту спроса на товары длительного пользования. Все это поддерживало высокую динамику потребительского кредитования, усилившего спрос со стороны населения, и без того встретившего минувший год со значительными избыточными сбережениями.

ВПЕРЕДИ ПЛАНЕТЫ ВСЕЙ

Банк России рано отметил ускоряющееся восстановление отечественной

Рисунок 1
Вклад факторов
в рост ВВП в масштабе
год к году
Источник: Росстат



экономики и уже в марте 2021 года приступил к повышению ключевой ставки, отмечая необходимость возвращения к нейтральной денежно-кредитной политике. Тем временем крупнейшие экономики мира находились в напряжении из-за новых противоэпидемических ограничений, ставших ответом на масштабные волны заболеваемости, вызванные коронавирусными штаммами «бета» и «дельта». В ответ на это ФРС США и Европейский центральный банк продолжали масштабные программы количественного смягчения, а правительства стран «Большой семерки» проводили крайне мягкую бюджетную политику.

Чутким барометром глобальных ожиданий стала ОПЕК+: в целях стабилизации рынка в первые четыре месяца года квота участниц соглашения росла только за счет России и Казахстана, а Саудовской Аравии даже пришлось дополнительно сократить добычу на 1 млн баррелей в сутки. Летом страны — экспортеры нефти перешли к наращиванию поставок, причем некоторые участники соглашения даже потребовали повышения базовых объемов добычи, на основе которых рассчитываются квоты. Наращивание поставок во второй половине 2021 года не остановил даже более заразный штамм «омикрон»: санитарные

ограничения оказались значительно слабее, нежели в предыдущие волны.

Уже в июне упоминание о нейтральной денежно-кредитной политике исчезло из пресс-релиза по итогам совета директоров Банка России, а в июле ключевая ставка решительно перешагнула верхнюю границу нейтрального диапазона. Регулятор все настойчивее отмечал вторичные проинфляционные эффекты, в том числе перенос растущих инфляционных ожиданий на уровень оплаты труда. Докризисные показатели безработицы были зафиксированы уже летом, в то время как приток трудовых мигрантов оставался на низком уровне. В результате у соискателей появилась возможность добиваться у работодателей повышения компенсаций, подчас двузначными темпами (отчасти этот эффект связан с тем, что подстройка рынка труда в 2020 году в некоторой степени происходила за счет сокращения оплаты труда). Для смягчения дефицита предложения труда правительство предложило экзотические меры, например направление заключенных на работу в строительстве и в горно-металлургическом секторе. Однако в силу принципиальной ограниченности населения трудоспособного возраста это могло выправить ситуацию лишь в конкретных кризисных точках.

НЕ СТАВКОЙ ЕДИНОЙ

Пытаясь минимизировать системные риски в потребительском кредитовании, Банк России несколько раз повышал коэффициенты риска по наиболее рискованным категориям ссуд населению. Благодаря этому к концу 2021 года регулятор смог остановить рост беззалогового кредитования. Согласно данным Frank RG, в последние месяцы выдачи кредитов наличными и объемы POS-кредитования преимущественно демонстрировали падение в годовом сопоставлении, кроме того, уменьшался и средний чек. Тем не менее в целом по итогам года по этим видам ссуд был зафиксирован рост на 13.3 и 21.6% соответственно. В дополнение к стандартным инструментам регулирования кредитования с 1 января 2022 года Банк России получил право устанавливать количественные ограничения по потребительским кредитам и займам для банков и микрофинансовых организаций.

Однако центральные банки крупнейших экономик во II и III кварталах 2021 года продолжали придерживаться стимулирующей денежно-кредитной политики: большинство экономистов предполагали, что инфляционный импульс будет недолгим и рост цен вот-вот достигнет своего пика. Дальнейший ход событий показал, что оптимизм был преждевременным: товары продолжали дорожать ускоряющимися темпами, отражая высокий спрос, сохраняющееся давление на цепочки поставок и рост стоимости всей номенклатуры сырья.

Произошедший осенью резкий скачок цен на природный газ в Европе подтолкнул вверх цены на удобрения, вызвав опасения относительно дальнейшего подорожания продовольствия и окончательно похоронив надежды на скорую ребалансировку глобальной экономики.

Тем временем в России впервые за многие годы началось сокращение сельскохозяйственного производства, причиной стали неблагоприятные погодные условия и дефицит рабочей силы. Спад урожая был отмечен по всем категориям растениеводства, за исключением подсолнечника, сократилось поголовье всех видов скота,

за исключением свиней, производство продукции животноводства стагнировало. Несмотря на то что внутренний спрос на продукты питания в физическом выражении оставался в пределах исторической нормы, сокращение собственного производства привело как к сохранению прежних объемов подорожавшего импорта, так и к отсутствию сезонной дефляции в августе-сентябре. Это обернулось новым витком роста инфляционных ожиданий населения.

КОРОЛИ И КАПУСТА

Острой проблемой в течение всего 2021 года оставалась ситуация в цепочках поставок (Рисунок 2): на рейдах в крупнейших портах стояли десятки судов. Пытаясь ускорить поставки, морские перевозчики перешли от хабовой модели к фидерной, направляя грузы в небольшие гавани. Однако перебои с наземным транспортом, вызванные дефицитом рабочих рук из-за миграционных ограничений и заболеваемости, препятствовали высвобождению портовых складов. Попытки администрации США улучшить автомобильную логистику оказали лишь небольшой позитивный эффект. Тем временем в Китае, который в 2021 году существенно упрочил свои позиции как ведущий мировой экспортер, ограничения в логистике только нарастали. С одной стороны, в стране все тщательнее проверяли входящие грузы, с другой — усиливался контроль над соблюдением pandemicких ограничений в стивидорных компаниях. Неукоснительное следование принципу нулевой толерантности к коронавирусу не раз провоцировало критические комментарии со стороны западных стран.

В минувшем году Китай административными мерами смог погасить скачки цен на уголь и железную руду и запланировал совместные с другими странами товарные интервенции на рынке сырой нефти, но ранее подобные усилия в отношении цветных металлов большим успехом не увенчались.

Обуздать инфляцию пыталось и правительство России. В начале 2021 года

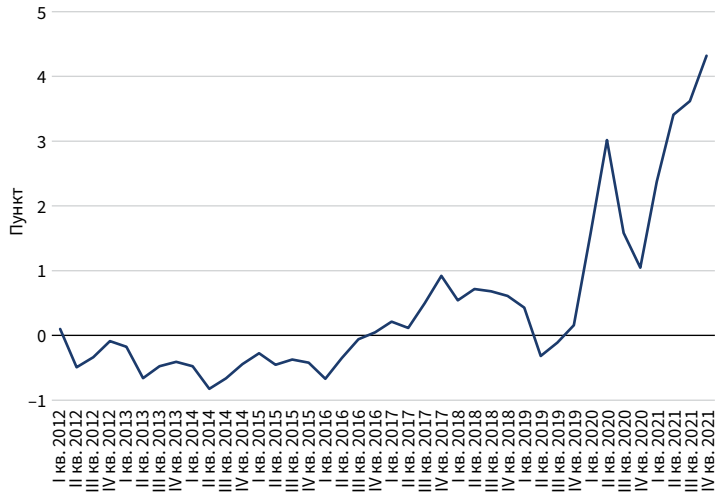


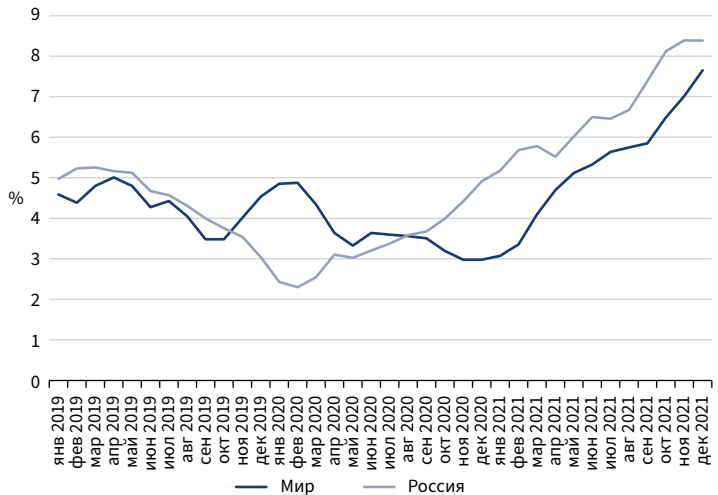
Рисунок 2
Индекс напряженности цепочек поставок (GSCPI)
Источник: ФРБ Нью-Йорка
Примечание: индекс масштабируется по стандартному отклонению

между различными министерствами была распределена ответственность за выработку мер реагирования на избыточное ускорение роста цен на конкретные виды товаров и услуг. Летом регионам предписали увеличить число точек реализации овощей и фруктов, торговым сетям — сдерживать наценку и «оперативно транслировать снижение закупочных цен на полку». Сельхозпроизводителям были обещаны комфортные условия приобретения удобрений.

Осенью власти озаботились расширением посевных площадей, складских и логистических мощностей, что может позитивно сказаться на урожае 2022 года.

Помимо продуктов питания озабоченность правительств вызвал рост цен на строительные материалы. В целях компенсации дополнительных бюджетных расходов для металлургов на пять месяцев были введены экспортных пошлины, а с 2022 года повышен налог на добычу полезных ископаемых.

Рисунок 3
Инфляция в масштабе год к году
Источники: Росстат, Moody's Analytics



Кроме того, правительство начало разрабатывать аналогичную действующей на топливном рынке систему сглаживания внутренних цен на широкую номенклатуру товаров от сельскохозяйственного сырья до металлов и удобрений. Однако даже эксперты, привлеченные к разработке соответствующих прогностических моделей, признают, что возможности России по сглаживанию внешних шоков ограничены. Как видно на Рисунке 3, динамика потребительских цен в нашей стране довольно точно повторяет глобальные инфляционные тренды.

Четвертый квартал стал переломным в глобальных оценках инфляции: ФРС США, наконец, признала необходимость решительной борьбы с инфляцией, а в Конгрессе резко затормозился процесс утверждения новых мер государственного стимулирования экономики. Заметно громче зазвучали голоса сторонников ужесточения денежно-кредитной политики в Европейском союзе; в декабре ставку поднял Банк Англии; в Бразилии, где рост цен в годовом выражении достиг двузначных значений, базовая ставка выросла

до максимального значения за 4.5 года. Однако Китай, воздержавшийся в период пандемии от чрезмерных стимулов, на фоне проблем крупнейших девелоперских компаний и замедления экономического роста начал смягчать денежно-кредитную политику и даже осудил западных коллег за чрезмерно ястребиный тон. Сохранение подобной разногласицы может уменьшить эффект от глобальных усилий по сдерживанию инфляции.

По итогам 2021 года можно констатировать, что многие негативные аспекты пандемии, о которых мир надеялся забыть с появлением эффективных вакцин, стали частью повседневной жизни и привели к заметным сдвигам в поведении потребителей и бизнес-моделях. Усиление экономического неравенства, сомнения в качестве государственного управления и системное снижение качества образования существенно ухудшили долгосрочные перспективы роста. Следуя медицинской аналогии, можно констатировать, что постковидное восстановление экономики — не менее сложная и деликатная процедура, чем лечение самой болезни.



Геннадий ГОДЯЕВ,
руководитель направления
правого обеспечения
операций на финансовых
рынках, Абсолют Банк

Секьюритизация непрофильных активов. Зарубежный опыт

Секьюритизация непрофильных активов (NPL-секьюритизация) активно развивается в западных странах с начала 2000-х годов. Международная практика показывает, что в кризисные годы на балансах кредитных организаций скапливается большой пул просроченной задолженности по кредитным продуктам. NPL-секьюритизация — один из инструментов разгрузки баланса и высвобождения резервов. Большой импульс NPL-секьюритизация получила после кризиса 2007–2008 годов. Также пандемия COVID-19 сильно ударила по качеству накопленных кредитных портфелей, и сейчас NPL-секьюритизация является очень востребованным инструментом. В России наблюдается аналогичный тренд — количество сделок с непрофильными активами растёт.

В России понятие «непрофильные активы» стало широко использоваться после принятия Указа Президента

от 7 мая 2012 года «О долгосрочной государственной экономической политике». После этого был принят ряд документов для управления непрофильными и неэффективными государственными активами. Многие крупные российские компании с государственным участием приняли локальные акты по NPL-активам и разработали собственные стратегии. В российском праве было несколько определений непрофильных активов, приведу самое простое для понимания: «Непрофильные активы — активы, принадлежащие юридическому лицу на праве собственности, не участвующие в осуществлении юридическим лицом основного вида деятельности». Стоит отдельно отметить термин «неэффективные активы», который также часто используется в контексте вопроса управления непрофильными активами: «Неэффективным активом признаётся актив, который при формальном соответствии признаку профильности генерирует расходы на его содержание,

превышающие доходы от его использования». Для максимизации эффективности деятельности субъекта экономической концентрации важно уметь работать как с профильными активами, так и с непрофильными.

На протяжении последних 10 лет в России шло развитие направления по управлению NPL-активами. В частности, стали появляться специальные платформы для заключения сделок с просроченной задолженностью. Однако секьюритизация таких активов осложняется несколькими факторами:

1. Отсутствие методологий у рейтинговых агентств (хотя в прошлом году началась работа по созданию этого сложного процесса).

2. Законодательные ограничения, из-за которых сложился узкий круг покупателей NPL-портфелей и инвесторов. У институциональных инвесторов существуют ограничения на покупку бумаг по NPL-секьюритизации. А у специализированных финансовых обществ отсутствует возможность купить напрямую NPL-портфель на торгах. При этом самый частый покупатель непрофильных активов — коллекторские агентства. Они не рассматривают NPL-портфель как инвестиционный, а также не имеют ресурсов для организации сделок секьюритизации, хотя отдельные попытки были.

3. Низкая доходность. Консервативный подход организатора сделки для перестраховки и уменьшения риска часто допускает перекося при формировании цены продажи пула кредитов. В итоге это вызывает избыток денежных средств у SPV. В связи с этим появляется необходимость перестраивать структуру сделки и на ходу изобретать механизм вывода избытка денежных средств.

Для развития NPL-секьюритизации в России необходимо изменить регулирование с учетом инвестиционной привлекательности и уменьшить стоимость организации выпуска. С учетом автоматизации многих процессов и формирования конкурентного рынка это вполне достижимо. У NPL-секьюритизации в России есть большой потенциал, потому что в отличие от ипотечной секьюритизации у инвестора остается возможность получить

более высокую доходность при понятных рисках. А значит, интерес к таким сделкам будет только расти.

При формировании европейского рынка NPL-секьюритизации для привлечения инвесторов во многих сделках старшему траншу выдавалась государственная гарантия. В дальнейшем инструмент NPL-секьюритизации становился более понятным. Все больше новых игроков было заинтересованно в этом. Разработка методологий оценки NPL-портфелей и накопленный опыт сделал высокорискованную NPL-секьюритизацию достаточно надежным и доступным инструментом для участников рынка. Также стоит отметить развитие технологий, что дало возможность снизить расходы на организацию сделок секьюритизации и, соответственно, увеличить доходность.

Принцип разделения труда наглядно показывает эффективность в подходе к управлению NPL-активами. Многие западные компании (в том числе кредитные организации) отказались от раздутого штата сотрудников для проведения бесконечных судебных заседаний, процедур банкротства и взыскания в пользу продажи непрофильных активов профессиональным участникам рынка и получили возможность сфокусироваться на основном виде деятельности. Дополнительно к этому компания освобождается от расходов на поддержание непрофильного актива, а также может уменьшить платежи по налогу на имущество.

Перед продажей портфеля непрофильные активы классифицируются по однородным признакам (тип кредита, срок, объем и т. д.) и продаются единым пулом. Для удобства в европейских странах организованы специализированные торги по принципу аукциона. Одним из самых ярких кейсов продажи пула непрофильных активов с торгов является сделка Банка Кипра с инвестиционным гигантом Apollo Global Management Inc. Портфель объемом €2.8 млрд (из них €2.7 млрд — непрофильные активы) был продан за €1.7 млрд. Избавление от токсичных активов позволило Банку Кипра решить несколько задач: очистить баланс, высвободить резервы, улучшить

кредитный рейтинг и медийную составляющую.

В настоящий момент в европейских странах разработана NPL-директива, для внедрения которой потребуется 2 года. Участникам рынка необходимо проделать большую и сложную работу. Но начало уже положено, и эта директива сделает NPL-сегмент рынка еще более востребованным. Основные цели этого документа — закрепление единых правил торговли NPL-активами в еврозоне, а также создание единой системы и формы уведомления заемщика о переуступке.

Для России вопросы, рассмотренные в директиве, также являются актуальными. В силу низкого уровня сознательности некоторых заемщиков и отсутствия единой системы часто возникают спорные ситуации после переуступки портфеля кредитов. Начиная от ошибочных платежей по устаревшим реквизитам и заканчивая судебными спорам о ненадлежащем уведомлении о переуступке. Таким образом, из-за простого операционного действия возникает существенная потеря ресурсов.

Еще одно позитивное изменение, предусмотренное в директиве, — внедрение

единого формата отчетности перед регулятором. Это нововведение существенно уменьшит операционные трудозатраты кредитных организаций. Также будет расширен круг лиц, которые могут торговать пулами NPL-активов. Кредитные организации смогут пройти сертификацию и получить специальную лицензию. Иные компании смогут торговать такими пулами и участвовать в секьюритизации через аккредитованные банки.

Анализ международного опыта NPL-секьюритизации и плавное заимствование успешных практик обещают большое будущее таким сделкам. Накопленный опыт российской секьюритизации, потеря интереса к западным рынкам подталкивают местных игроков к развитию единого экономического пространства Евразийского экономического союза. Учитывая временную приостановку финансовых рынков в России, появляется всё больший интерес к размещению сделок секьюритизации на финансовых рынках дружественных стран. Инфраструктура Евразийского экономического союза может помочь предпринять первые шаги для трансграничных сделок NPL-секьюритизации.

«Разгрузка капитала — главный побуждающий к секьюритизации фактор для оригинаторов»

Круглый стол организаторов сделок

Представители банков-организаторов и рейтинговых агентств в рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2022» поделились мнением о настроениях рынка секьюритизации в прошедшем 2021 году, обсудили потенциальные направления развития в 2022-м, а также затронули вопросы, касающиеся регулирования рынка.

*Какие настроения преобладали на рынке секьюритизации в 2021 году?
Какие ключевые факторы будут задавать тенденции рынка в 2022 году?*



Сергей КАДУК,
начальник Управления
секьюритизации
и структурных продуктов,
ПАО «Совкомбанк»

— В 2021 году секьюритизация сфокусировалась на выпусках ИА ДОМ.РФ. Другие виды и типы секьюритизации стали второстепенными как по объему и количеству выпусков, так и по ликвидности и вниманию инвесторов.

Вряд ли в 2022 году ситуация кардинально изменится. Ипотечные ценные

бумаги будут в основном «фабричными», но рынок, безусловно, будет приветствовать появление новых многотраншевых выпусков. Неипотечные секьюритизации также будут присутствовать на рынке. Главным побуждающим фактором к секьюритизации для оригинаторов станет разгрузка капитала.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН,
управляющий директор
по рейтингам структурированного
финансирования, «Эксперт РА»

— В 2021 году рынок секьюритизации, как и рынок облигаций в целом,

испытывал давление вследствие роста ставок. На экономику сделок негативно влияли ножницы, возникшие между ставками базовых активов и возросшей стоимостью денег на рынке. Очередной взлет ставок показал необходимость управления процентным риском долгосрочных активов на систематической основе. Вместе с тем в такой непростой год на рынке проявились и позитивные тренды: выпуски облигаций под электронные закладные, мультиоригинаторные сделки, размещение «социальных» ипотечных и инфраструктурных облигаций. Кроме того, стоит отметить, что сделки секьюритизации сохраняют в условиях пандемии свое высокое кредитное качество: на рынке не происходило «даунгрейдов» кредитных рейтингов или тем более дефолтов выпусков секьюритизации, чего не скажешь о рынке классических долговых облигаций.

В 2022 году мы ожидаем замедление роста стоимости фондирования, а также разворот ставок во второй половине года, что улучшит экономику сделок. Тем не менее драйвером интереса оригинаторов останется не столько возможность привлечь фондирование, сколько разгрузка капитала. Несмотря на то что в целом по банковской системе наблюдается высокий запас капитала, он распределен неравномерно, и для некоторых игроков секьюритизация весьма актуальна. По нашим оценкам, в ближайшие годы продолжит расти количество выпусков облигаций, соответствующих принципам устойчивого развития, большее количество банков дебютирует с размещениями под электронные закладные, появятся интересные пробные выпуски структурированного проектного финансирования.

Ксения ПОЛЯКОВА,
вице-президент по секьюритизации,
Райффайзенбанк

— В 2021 году, наряду с высокой концентрацией агентских ИЦБ, были закрыты уникальные по своей структуре классические сделки ипотечной секьюритизации ИА Титан-3 и ИА ТБ-1, потребительских кредитов СФО ВТБ РКС-1, секьюритизация NLP.

Среди ключевых трендов стоит отметить интерес розничных инвесторов к инструменту, активное использование цифровизации в виде секьюритизации электронных закладных и фокус в сторону ESG-финансирования.



Елена МУЗЫКИНА,
директор,
Секьюритизация
АО «ДОМ.РФ»

— В 2021 году мы наблюдали значительный интерес инвесторов к покупке ИЦБ ДОМ.РФ. Однако год прошел под знаком недостатка предложения ипотечных облигаций на рынке ввиду роста ставок и наличия экономического стимула для оригинаторов оставлять ИЦБ у себя на балансах в качестве инструмента управления ликвидностью. Предполагаем, что тенденция продолжится в 2022 году, поскольку казначейская сделка позволяет воспользоваться рядом преимуществ секьюритизации и в текущих рыночных условиях.

На балансах банков накоплен значительный объем кредитов, выданных по программам льготного ипотечного кредитования. В связи с этим ДОМ.РФ запустил механизм секьюритизации льготной ипотеки с плавающей ставкой. В 2021 году был размещен первый такой выпуск социальных ипотечных облигаций, обеспеченных льготной семейной ипотекой, с купоном, привязанным к Ключевой ставке Банка России. Полагаем, что в 2022 году, возможно, будет размещено несколько таких выпусков различных оригинаторов. В планах на 2022-й есть размещение зеленого выпуска ИЦБ ДОМ.РФ.

На наш взгляд, важной рыночной тенденцией является масштабирование выпусков с е-закладной, что вполне закономерно, так как цифровизация существенно ускоряет и удешевляет процесс секьюритизации. Мы также работаем над расширением возможностей по секьюритизации кредитов, обеспеченных правами по договорам долевого участия, так как видим запрос на такие инструменты.

Ожидаете ли вы бурный рост рынка секьюритизации в 2022 году? Каков ваш прогноз по объему и количеству сделок на текущий год?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— За 2021 год было размещено 11 выпусков стандартизированных облигаций с ипотечным покрытием и поручительством ДОМ.РФ общим объемом более 400 млрд рублей. Результаты 2022 года сложно прогнозировать сейчас, имея существенный разрыв по ставкам. Возникшие ножницы ставок, обуславливающие продажи портфелей с дисконтом, создают ограничения для рыночных выпусков. Но у банков останется интерес к сделкам, где облигации выкупаются самим оригинатором, поскольку в них реализуется эффект разгрузки капитала, а также за счет возможности использования бумаг в РЕПО с ЦК и Федеральным казначейством. Кроме того, перспективными являются сделки под льготную ипотеку, которая по сути имеет плавающую ставку и может быть залогом по бумагам с купоном, привязанным к ключевой ставке. Подобный выпуск, БО-001Р-13 «ДОМ.РФ ИА», был размещен в ноябре 2021 года под льготную программу «Семейная ипотека» и получил статус социальной облигации, верифицированный «Эксперт РА».

Мы ожидаем, что в 2022–2023 годах в сегмент многотраншевых сделок выйдут со сделками как недавние дебютанты, так и новые оригинаторы. «Эксперт РА» в дополнение к размещенному сайте бес-

платному калькулятору RWA рискованных позиций в сделках по 647-П разрабатывает дополнительный инструментарий, который поможет оригинаторам рассчитать экономическую эффективность сделки, лучше понять, какие факторы влияют на ее кредитное качество, и провести самостоятельный сценарный анализ.

Ксения ПОЛЯКОВА

— В целом мы ожидаем замедления роста объемов выпусков секьюритизации в первой половине 2022 года ввиду ситуации на финансовых рынках. При этом будет оставаться доминирование выпусков ИЦБ ДОМ.РФ с постепенным увеличением классических сделок с разными классами активов, не только ипотечными.

Сергей КАДУК

— Бурного роста рынка мы не ожидаем. Фабрика ДОМ.РФ сможет вырасти на 30–50% по сравнению с 2021 годом. В неипотечной секьюритизации можем увидеть около 10–12 выпусков объемом до 30–40 млрд рублей.

Елена МУЗЫКИНА

— Мы ожидаем, что доля секьюритизации в общем ипотечном портфеле российских банков в средне- и долгосрочной перспективе продолжит расти.

Какие факторы тормозят развитие российского рынка секьюритизации? Остается ли регулирование одной из основных проблем, препятствующих созданию конкурентного рынка?

Ксения ПОЛЯКОВА

— Основные сложности по-прежнему связаны с регулированием, активная работа ведется преимущественно в отношении государственных программ, для создания конкурентного рынка классических выпусков этого недостаточно.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Для многотраншевых выпусков секьюритизации действует сдержива-

ющий регулятивный режим: ограничено применение рейтинговой шкалы структурированного финансирования («sf») от национальных агентств в нормативных требованиях, предусмотрены высокие риск-веса для учета бумаг в торговом портфеле, не урегулирована возможность разгрузки капитала банков по консолидированной отчетности, отсутствует якорный инвестор. Кроме того, регулирование самого банков-

ского сектора привело его к состоянию избыточной ликвидности и капитала, положительным эффектом которого является устойчивость, а негативным — недофинансирование экономического роста. В таких условиях формирование выпусков секьюритизации как рынка альтернативных и надежных инструментов имеет ограниченный потенциал. Вдобавок к этому в условиях профицита государственного бюджета снижаются стимулы к структурированию финансирования в целях создания высоконадежных инструментов без дополнительных поручительств, гарантий и субсидий со стороны государства.

Сергей КАДУК

— Безусловно, законодательные ограничения на возможности НПФ инвести-

вать в неипотечные бумаги с рейтингами с «sf», а также в бумаги, обеспеченные «обязательствами третьих лиц», сильно ограничивают рынок секьюритизации. С 1 октября 2021 года физлица без тестирования не могут приобретать облигации с рейтингом ниже AAA.

Инициативы originаторов и инвесторов, направленные на либерализацию рынка секьюритизации, рассматриваются регулятором, но сложно предсказать, будут ли конкретные решения в ближайшее время. Например, давно назрело решение об унификации регулирования о минимальном удержании риска originатором: для России это 20%, а Базель установил минимум в 5%.

Остальные факторы, на мой взгляд, вторичны.

Как на рынке ипотечного кредитования отразилось проводимое Банком России ужесточение денежно-кредитной политики, проявляющееся в многоэтапном повышении ключевой ставки? Как динамика первичного рынка отразилась на рынке секьюритизации?



Ксения ПОЛЯКОВА

— Несмотря на новый исторический максимум по количеству и объему предоставленных кредитов в 2021 году, в условиях повышения ставок до уровня >10% следует ожидать сберегательного рынка. Ставки по ипотечным портфелям ниже ставок по купонам — такая динамика способствует выжидательному поведению в секьюритизации.

Елена МУЗЫКИНА

— Мы видим интерес к сделкам секьюритизации в различной рыночной конъюнктуре, даже в текущей рыночной обстановке ипотечные облигации ДОМ.РФ позволяют повысить ликвидность.

Сергей КАДУК

— Думаю, что на фоне роста ставок многие банки задумались о секьюритизации через Фабрику с целью раз-

грузки капитала: стоимость капитала ведь тоже выросла. Как мы знаем из статистики, «первичка» притормозила, но не сильно. Поэтому для многих банков возможности Фабрики будут очень привлекательны.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Рост ставок негативно отразился на ряде готовившихся к выпуску сделок. При невысоком избыточном спреде такая ситуация требует уступки портфеля с баланса банка с дисконтом или компенсации в виде роста субординированных позиций в сделке. Учитывая, что разработка большей части сделок стартовала с другими экономическими предпосылками, некоторые выпуски были поставлены на паузу. Тем не менее остались актуальными сделки, в которых originатор выкупает бумаги на свой баланс. Они не позволяют originатору снять процентный риск, но интересны с точки зрения разгрузки капитала и возможности привлечь ликвидность в РЕПО.

Ожидаете ли вы увидеть увеличение количества многотраншевых сделок секьюритизации на фоне появления таких сделок в 2021 году?

Сергей КАДУК

— Если и будет увеличение, то незначительное. Рынок находится в состоянии «flat».

Елена МУЗЫКИНА

— Считаю выпуск ИЦБ ДОМ.РФ хорошей выгодной альтернативой многотраншевой секьюритизации для банков. ИЦБ ДОМ.РФ позволяют оригинатору полностью передать кредитный риск и не предоставлять кредитное усиление, повысить ликвидность и улучшить нормативы, снизить нагрузку и повысить доходность на капитал, получить налоговые выгоды. Кроме того, ДОМ.РФ предлагает уже готовую инфраструктуру (действующий эмитент — ипотечный агент ДОМ.РФ с управ-

ляющей и бухгалтерской организациями, стандартная документация, экспертное сопровождение, отсутствие необходимости присвоения рейтинга) — сделку ипотечной секьюритизации можно сделать быстро и с минимальными затратами.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Классическая структура гибче, прозрачнее, не ограничена жесткими требованиями по объему. Опыт 2021 года как раз свидетельствует об этом. К сожалению, волатильность рынков пока не добавляет позитива оригинаторам, многие проекты откладываются/переносятся. Тем не менее рыночный интерес инвесторов есть. Ожидаем, что сделок будет больше.

В настоящее время наблюдается тенденция роста спроса институтов коллективных инвестиций (НПФ, управляющих компаний) на ипотечные облигации. Ожидаете ли вы продолжения такого тренда и каким образом такой спрос можно стимулировать?



Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— К сожалению, тот спрос, который наблюдается, невелик, и пока говорить о росте интереса институциональных инвесторов как о рыночной тенденции преждевременно. Ограничения лежат как в чисто рыночной, так и в регулятивной плоскости. Фидуциарная ответственность стимулирует инвесторов приобретать ликвидные и консервативные инструменты. Мерами поддержки профессионального инвесторского спроса могло бы быть повышение прозрачности отчетности по размещенным сделкам и публичного раскрытия по отдельным сегментам рынка кредитования: например, потребительских кредитов или кредитов МСП. Это позволило бы управляющим компаниям иметь достаточную фактуру для создания собственных моделей

оценки таких бумаг, что обеспечило бы более аргументированные переговоры по ставке. Кроме того, предложение облигаций с фиксированным графиком погашения также повысило бы интерес институциональных инвесторов к инструментам секьюритизации.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Да, мы видим интерес к ИЦБ и другим сделкам со стороны управляющих компаний, в том числе ВЭБ УК. Для регулируемых инвесторов и банков нужно, чтобы была предусмотрена возможность покупать линейку инструментов «.sf», для банков также важен ряд послаблений в части нормативов ликвидности и ВЛА. Оригинаторам же придется пойти на некоторые уступки по спредам, так как ожидания инвесторов и эмитентов пока расходятся. При этом по мере развития рынка премия за неликвидность будет снижаться, и ценообразование станет более комфортным для эмитентов.

Сергей КАДУК

— ДОМ.РФ осуществляет, на мой взгляд, правильную политику по повышению ликвидности через маркет-мейкинг

и предлагает у себя на сайте доступный и понятный калькулятор доходности. Так что по мере роста объемов размещения и оборота этот тренд продолжится.

В 2021 году на рынке стали проводиться сделки с участием физических лиц в первичном размещении. Как в текущих условиях рынка можно стимулировать их интерес к выпускам секьюритизации?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— В многочисленных дискуссиях об ограничениях продаж структурных продуктов неквалифицированным инвесторам совершенно несправедливо остались обделенными должным вниманием инструменты секьюритизации. Их в силу путаницы терминов иногда называют структурными облигациями или относят к структурным продуктам, что некорректно. Несмотря на то что высокая надежность и диверсификация вложений отвечают духу приоритетных направлений инвестиций «физиков», которые предпочел бы видеть регулятор, возможность их продажи рознице с введением новых правил продаж стала неопределенной. В требованиях не было отдельно предусмотрено применение рейтинговой шкалы «.sf», а в Базовом стандарте для брокеров отсутствуют тесты по инструментам секьюритизации.

Учитывая рост значимости розницы как инвесторской базы секьюритизации и соответствие профилю риска неквалифицированных инвесторов рискам сделок с наивысшим кредитным рейтингом, было бы целесообразно при внесении уточнений в правила продаж структурных продуктов с 1 апреля 2022 года отдельно внести ясность в применение нового регулирования в отношении инструментов секьюритизации и отделить их однозначным образом от иных структурных продуктов.

Сергей КАДУК

— Наверное, те же самые механизмы — аналитика, маркет-мейкинг, калькулятор — будут стимулировать и физических лиц инвестировать и разбираться в секьюритизации.

Секьюритизация может заинтересовать инвесторов-физлиц, если будет предлагать большую по сравнению с депозитами доходность. Полагаю, что банки-бренды с хорошей филиальной сетью или с популярными интернет-платформами могут достичь успеха в размещении секьюритизаций. Для большего успеха, на мой взгляд, им стоит структурировать транши с жестким графиком амортизации.

Ксения ПОЛЯКОВА

— С помощью просветительской работы крупных банков и биржи по мере развития финансовой грамотности и информационной прозрачности будет расти спрос на более сложные инструменты, включая секьюритизацию. На наш взгляд, включение таких ценных бумаг в портфели физических лиц позволит получить им дополнительную доходность по сравнению с аналогичными инструментами. Кроме того, классические выпуски структурируются с целью максимальной защиты владельцев старших траншей, что позволяет снизить риски всех классов инвесторов.

Что может стимулировать выпуск «зеленых» бумаг на рынке секьюритизации? Насколько тенденции рынка традиционных корпоративных облигаций можно проецировать на сделки секьюритизации?

Сергей КАДУК

— Хочу напомнить, что два эмитента — СФО Русол 1 и СФО Социального Развития — выпускали ESG-облигации. Стимулировать

«озеленение» секьюритизаций будет сама жизнь, очевидно, что ESG — это тренд на десятилетия. Мы видим, что ведущие девело-

перы и банки уже приняли ESG-политики. Если средства, полученные от секьюритизации, будут использоваться на цели устойчивого развития, то эти выпуски секьюритизации получат соответствующую маркировку. Отдельно стоит отметить, что в текущей ситуации основным драйвером для появления новых ESG-выпусков могли бы стать меры государственной поддержки.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Будущее зеленой секьюритизации связано со структурированием сделок проектного финансирования. Однако одного маркера «зелености» пока не хватает для того, что привлечь инвесторов. Успех таких размещений может достигаться либо за счет наличия государственной

поддержки таких выпусков (в виде субсидий, поручительств), либо за счет качественного структурирования финансирования, позволяющего снизить проектные риски для внешнего инвестора.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Увеличение количества целевых программ использования активов, развитие регуляторной базы, стимулирование инвесторского спроса.

В целом, ESG — это глобальный тренд, и мы, как Группа Райффайзен, существенное внимание уделяем внедрению соответствующих продуктов. Это видно как по классическому кредитованию, так и по рынкам капитала. Поэтому секьюритизация, конечно, не будет исключением.

Какие регуляторные препятствия остаются для развития рынка секьюритизации и появления сделок с новыми активами? Можно ли назвать регуляторную среду в РФ гибкой?

Сергей КАДУК

— Инвестирование в секьюритизационные выпуски средств НПФ регулируется Положением №580-п. Вне зависимости от рейтинга выпуска инвестирование в неипотечную секьюритизацию попадает в одну категорию повышенного риска, и совокупный объем данных инструментов в портфеле НПФ ограничен 10% стоимости инвестиционного портфеля. В итоге длинные пенсионные средства не могут быть привлечены для финансирования концессионных соглашений, инфраструктурных проектов или рефинансирования ипотечных портфелей банков.

Простыми решениями, которые могли бы существенно продвинуть секьюритизацию, могли бы стать снижение требования о 20%-ном удержании риска оригинатором до Базельских 5% и приравнение рейтингов с префиксом «.sf» к рейтингам без этого префикса по всему массиву нормативных актов.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— За последние годы произошли определенные позитивные изменения в регулятивных условиях для сделок секьюритизации: было введено в действие 647-П, которое

отменило заградительный коэффициент 1250% для младших позиций оригинаторов, был установлен отдельный 5%-ный лимит в портфелях пенсионных резервов и накоплений для ипотечных бумаг. Скептики секьюритизации часто ссылаются на незаполненность существующих лимитов институциональных инвесторов как основные аргументы против дальнейшей институционализации этого рынка в нормативных требованиях. Но сделанные уступки явно фрагментарны для того, чтобы сформировать целый рынок. От НФА и Ассоциации «Россия» в декабре 2021 года был направлен в Минфин и Банк России доклад «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», содержащий предложения по комплексной поддержке рынка. Мы надеемся на внимание регуляторов к этим предложениям и верим в потенциал рынка секьюритизации как одного из направлений стимулирования долгосрочных инвестиций.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Неполная имплементация Базельских подходов, ограничения в применении кредитных рейтингов «.sf», избыточные ограничения к структурированным продуктам различных классов инвесторов.

Подавляющая доля размещений на рынке секьюритизации традиционно приходится на 4-й квартал года. Насколько такое неравномерное распределение объемов размещений усложняет управление ликвидностью? Какие факторы могут способствовать более равномерному проведению сделок на рынке в течение года?

Ксения ПОЛЯКОВА

— Такие временные сроки — специфика сделок секьюритизации, причины — первичный опыт, сезонность, финансовые результаты оригинаторов.

Равномерное размещение выпусков в течение года в целом возможно, для этого оригинаторам нужно иметь

хорошо структурированные и автоматизированные внутренние процессы и достаточный пул активов для регулярных выходов на рынок.

Как таковых «окон» на локальном внутреннем долговом рынке нет, и сделки могут маркетироваться среди инвесторов по мере готовности.

Сейчас на рынке регулярно размещаются только сделки секьюритизации ипотеки и просроченной задолженности. Сделки с другими активами наблюдаются редко. Какие еще активы можно секьюритизировать и когда они появятся на рынке? Много говорилось про возможности секьюритизации лизинговых платежей, но сделок так и не было.

Сергей КАДУК

— В 2021 году мы видели крупную секьюритизацию потребкредитов. По мере повышения требований ЦБ к резервированию при необеспеченном кредитовании все большее число банков будет прибегать к секьюритизации активов. В первую очередь ожидаем появления новых сделок с потребительскими и автокредитами.

Елена МУЗЫКИНА

— С одной стороны, на сегодня в российской банковской системе только ипотека в полной мере отвечает критериям стандартизации и гомогенности и достаточно объемна для потоковых сделок секьюритизации. С другой стороны, архитектура рынка ипотеки в России ориентирована на заемщиков и позволяет брать длинные кредиты на 20–30 лет по фиксированной ставке. Это создает высокий процентный риск на балансах банков и стимулирует их искать инструменты для управления этим риском и источники соответствующего по срокам фондирования. В этой связи ипотечная секьюритизация является объективно необходимой банкам для того, чтобы рынок ипотечного кредитования и дальше устойчиво развивался. Два этих

фактора приводят к тому, что значительно большей популярностью пользуется ипотечная секьюритизация.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Наиболее перспективными активами для секьюритизации в ближайшее время видятся обеспеченные и необеспеченные кредиты физлиц. Такие портфели, как правило, соответствуют критериям однородности, достаточности исторической статистики и высокой маржинальности.

Ксения ПОЛЯКОВА

— По объему и количеству по-прежнему будет преобладать ипотека. Скорее всего увидим сделки в сегменте МСП, потребительских кредитов, NPL. Возможны попытки секьюритизации кредитных корпоративных портфелей банков.

Лизинговая секьюритизация хоть и решает проблему фондирования, но остается достаточно специфичной. Большинство возникающих вопросов — юридического и налогового характера, например, при передаче и залоге будущих прав, при определении цены продажи имущества. Кроме того, такая секьюритизация требует от инициаторов значительной перестройки внутренних бизнес-процессов.

База данных Cbonds в структурированном виде

Cbonds API

Еврооблигации: Россия, 7.5% 31mar2030, USD
SK-0-СМ-128, XS0114288789, RUS-30

Senior Unsecured

М	ЗАЙМЕНТ	ЭМИССИЯ	СТАТУС	ОБЪЕМ	РАЗМЕЩЕНИЕ	ПОГАШЕНИЕ (ОФЕРТА)
S&P	ВАЗЗ*	Вазз	В обращении	2 262 986 662.76 USD	28.11.2006	31.03.2030 (-)
F	ВВВ**	ВВВ				
ACRA	Withdrawn		СТРАНА РИСКА	ТЕКУЩИЙ КУПОН	ЦЕНА	ДОХОДНОСТЬ / ДЮРАЦИЯ
		*в ин. валюте	Россия	7.50%	115.15%	1.593% MATURITY / 2.48

Калькулятор [ИЗДАТЬ КВАЛИФИКАЦИОННОЕ](#) Календарь событий

Информация по эмиссии

Профиль

Рынок внутренних государственных ценных бумаг России представлен облигациями федерального займа (ОФЗ). ОФЗ размещаются на аукционах, проводимых Минфином, или по закрытой подписке. График аукционов с информацией о дате проведения и плановом объеме размещения публикуется на сайте Министерства ...

Показать все

Заявщик	Россия	Полное название эмитента	Министерство финансов Российской Федерации
Сектор	Государственный		
Объем		Номинал	
Объем	21 218 176 656 USD	Минимальный торговый лот	1 USD
Объем в обращении	8 874 457 501 USD	Непогашенный номинал	0.255 USD
Объем в обращении по непогашенному номиналу	2 262 986 663 USD	Лот кратности	1 USD
		Номинал	1 USD

● Параметры

● Оферты

● Потoki

● Котировки

● Ковенанты

● Индексы

● Акции

● Фонды

● Отчетность

Cbonds API & data feeds

← Расчет и оценка рисков

← Учет финансовых инструментов

← Оценка портфеля ценных бумаг

← Сбор и анализ больших массивов данных

Форматы:

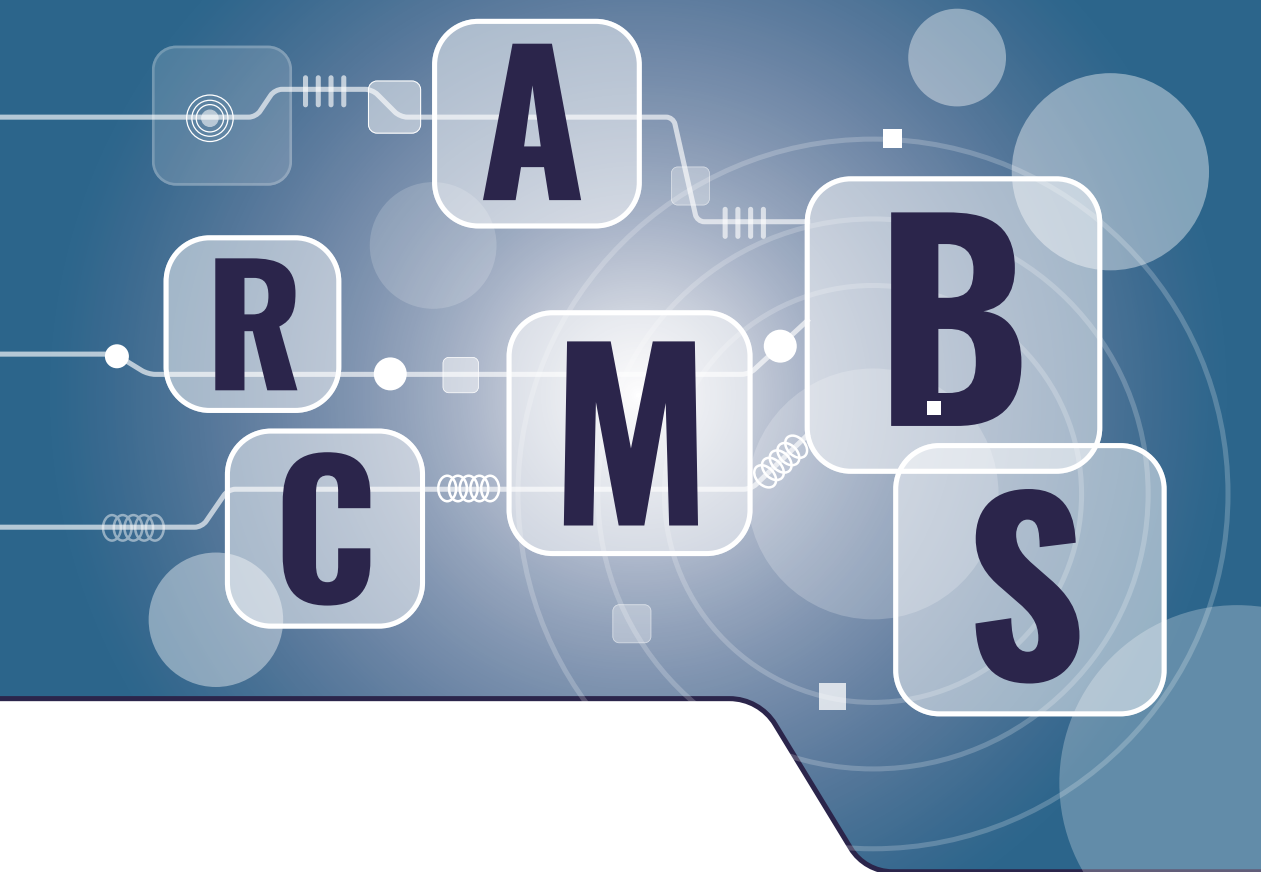
- API и веб-сервисы
- Data feeds (xls, csv, xml)

- Глобальное покрытие
- Удобная интеграция данных в ПО компании
- Точное и исчерпывающее содержание базы
- Оплата только необходимых параметров

Бесплатный тест:

Реклама

database@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21, доб. 146



Мировой рынок секьюритизации



Джеймс МАНЦИ,
старший директор группы
глобальных исследований
в секторе структурированных
финансов, S&P Global Ratings



Том ШОПФЛОХЕР,
старший директор группы
глобальных исследований
в секторе структурированных
финансов, S&P Global Ratings

Прогноз по рынку структурированных финансов на 2022 год

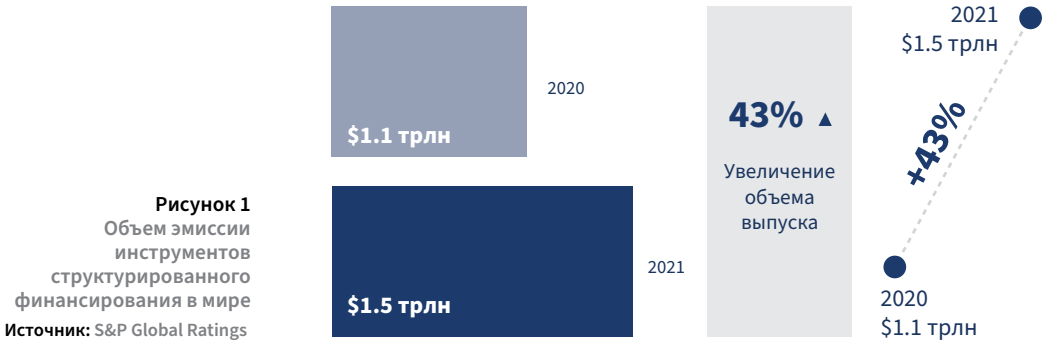
В настоящее время кредитная ситуация является в целом благоприятной, и мы ожидаем ее сохранения в 2022 году, если не возникнет непредвиденная рыночная нестабильность. Лишь в отдельных сегментах рынка ситуация остается напряженной, хотя позитивное влияние на большинство секторов оказывает восстановление экономики регионов, повышение цен на жилье и рост потребительского кредитования. Низкие показатели доходности обусловили повышение спроса на инструменты структурированного финансирования, что, в свою очередь, привело к увеличению годового объема эмиссии в 2021 году (Рисунок 1).

Мы прогнозируем небольшое повышение процентных ставок в течение 2022 года из-за корректировки денежно-кредитной политики центральными банками, тем не менее показатели доходности останутся низкими в исторической перспективе. Очевидно, что пандемия и развитие ситуации со штаммом оми-

крон являются непредсказуемым фактором и продолжают оказывать влияние на экономику разных стран (Рисунок 2).

РОЛЬ ЭКОЛОГИЧЕСКИХ И СОЦИАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ ПОВЫШАЕТСЯ

Экологические, социальные и управленческие факторы (environmental, social and governance — ESG) становятся все более важными для международных инвесторов по разным причинам, и ожидается, что эта тенденция сохранится до конца 2022 года. Высокое качество корпоративного управления всегда имело большое значение для сделок секьюритизации, поэтому на самом деле возрастает значение компонентов «E» и «S». Эти факторы все чаще обсуждаются участниками мирового рынка. Например, на рынке CLO выполнение требований, связанных с факторами ESG, обеспечивается стратегией отрицательного отбора, то есть инвесторы не вкладывают средства в отрасли и активы, деятельность



которых имеет внешние последствия. Вместе с тем в течение ближайшего года мы можем отмечать больше случаев положительного отбора.

БОЛЬШОЕ ВНИМАНИЕ ОБРАЩАЕТСЯ НА КОММЕРЧЕСКУЮ (ОСОБЕННО ОФИСНУЮ) НЕДВИЖИМОСТЬ

Цены на коммерческую недвижимость повысились после снижения в 2020 году и в настоящее время находятся на допандемийном уровне в большинстве секторов. Вместе с тем рост цен на гостиничную недвижимость несколько отстает от темпов роста в других секторах вследствие медленного повышения коллективного спроса и спроса со стороны бизнеса. Принимая во внимание неопределенность относительно развития пандемии, трудно определить, когда основные показатели полностью восстановятся, хотя в США, по нашему мнению, в сегменте гостиничной недвижимости показатели выручки в расчете на доступный номер в 2021 году повысятся

до уровня конца 2019 года на фоне более высоких, чем ожидалось, показателей четвертого квартала 2021 года. Пандемия обусловила значительное увеличение объемов онлайн-торговли и более быстрое снижение показателей традиционной розничной торговли. Наиболее значительные негативные рейтинговые действия в США и Европе были связаны с этим видом недвижимости. Отказ от покупок в традиционных магазинах носит временный характер, и, как ожидается, рынок офлайн-торговли восстановится по мере снижения риска заражения COVID-19, однако расширение электронной торговли сохранится, что поставит торговые центры в сложное положение. Значительная часть персонала по-прежнему частично или даже полностью работает удаленно. До тех пор, пока у нас не будет более ясного представления о том, как будет происходить возврат сотрудников в офисы, будущее офисной недвижимости останется неопределенным. В то же время мы прогнозируем весьма

Рисунок 2
Прогнозируемые объемы эмиссии мирового рынка структурированных финансов в 2022 году
Источник: S&P Global Ratings



умеренное снижение спроса с течением времени, при этом объекты недвижимости, для которых срок продления аренды наступает в ближайшее время, будут подвергаться относительно более высокому риску, а новые объекты недвижимости высокого качества будут демонстрировать более уверенный рост.

СЕКТОР ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ И RMBS

Рынки жилой недвижимости демонстрировали высокие показатели в США, Европе, Канаде и Австралии в 2021 году, и, за исключением Китая, мировой спрос на жилищные кредиты может сохраниться в 2022 году. Повышение цен на жилье в США составило почти 20% в год с лета 2021 года, и лишь недавно темпы роста начали демонстрировать признаки снижения. К числу факторов, обуславливающих этот процесс, относятся низкие ставки по ипотечным кредитам, ограниченное предложение нового жилья и высокий спрос со стороны молодых людей, родившихся в 2000-х годах («миллениалы»), которые образуют семьи и стараются выйти на рынок жилья. Текущие темпы роста цен на жилье вряд ли будут устойчивыми в долгосрочной перспективе. Однако тот факт, что рынок поддерживают основные экономические показатели и баланс спроса и предложения, позволяет предположить, что рост цен будет плавно замедляться по мере возврата к исторически нормальным значениям на уровне 3–5% в год. Объем выпуска RMBS (residential mortgage-based securities — ценные бумаги США, обеспеченные жилищной ипотекой) эмитентами, которые не являются агентствами, составил \$188 млрд в 2021 году, и это был рекордно высокий уровень со времен мирового финансового кризиса. Аналогичным образом в Австралии бум на рынке недвижимости поддерживал высокий спрос на жилищные кредиты, что обусловило спрос на RMBS и повышение привлекательности этого инструмента для новых инвесторов. Интерес к RMBS со стороны иностранных инвесторов также повысился в период пандемии вследствие общей устойчивости сектора к ее влиянию и стремления инвесторов всех стран мира получить высокую доходность.

ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТЬ МОНИТОРИНГА CLO НА ФОНЕ РЕКОРДНОГО ОБЪЕМА ЭМИССИИ

В американском секторе CLO отмечался рекордный объем эмиссии, который составил \$188 млрд в 2021 году. В совокупном объеме эмиссии сделок структурированного финансирования в Европе CLO оставался самым активным сегментом — более €38 млрд. Мы объясняем столь высокие объемы стремлением инвесторов получить высокую доходность, скорректированную с учетом рисков, а также устойчивыми показателями CLO в период спада в 2020 году и выходом на рынок новых инвесторов. Мы ожидаем, что объем эмиссии в обоих регионах останется высоким в 2022 году по этим же причинам. В 2020 году мы понизили рейтинги примерно 11% американских выпусков CLO; в 2021 году мы повысили примерно половину этих рейтингов, во многих случаях до первоначального уровня, ввиду улучшения показателей залогового обеспечения. Стабилизация сектора корпоративных кредитов обусловила улучшение показателей американских CLO, обеспеченных кредитами, с середины 2020 года, но мы полагаем, что снижение рейтингов ожидаемого возмещения долга после дефолта и средневзвешенных коэффициентов возвратности дефолтных активов для некоторых выпусков CLO может оказать давление на рейтинги субординированных траншей, особенно если в отношении этих сделок будет отмечаться потенциальное снижение избыточного спреда в период перехода от LIBOR к SOFR по активам и обязательствам.

ИНФЛЯЦИЯ И ПОТРЕБИТЕЛИ

Показатели сегмента ABS (asset-backed securities — ценные бумаги, обеспеченные активами), обеспеченных потребительскими кредитами, оставались довольно устойчивыми благодаря поддержке со стороны государства, повышению цен на активы, низким процентным ставкам и экономическому росту. Совокупный объем активов домохозяйств также увеличился до рекордных уровней и составил немногим менее \$154 трлн по состоянию на третий квартал 2021 года. Вместе с тем инфляция повысилась до рекорд-

ного уровня с начала 1980-х годов. Индекс потребительских цен (ИПЦ) в США для всех позиций повысился на 6.8% за 12 месяцев, закончившихся в декабре 2021 года, и, как ожидается, останется высоким вследствие ограничений со стороны предложения в экономике. Ситуацию на мировом рынке инструментов структурированного финансирования иллюстрирует Таблица 1.

Объем эмиссии европейских инструментов секьюритизации увеличился в большинстве стран и сегментов в 2021 году и оставался достаточно диверсифицированным (Рисунок 3). В некоторых небольших секторах возобновился очень высокий рост после спада, обусловленного пандемией. Например, объем выпуска ипотечных ценных бумаг, обеспеченных коммерческой недвижимостью (commercial mortgage-backed securities — CMBS), и ABS, обеспеченных потребительскими кредитами, увеличился больше чем в два раза и достиг максимального за несколько лет уровня — более €5 млрд и €7 млрд соответственно, при этом новые сделки были обеспечены активами из восьми стран. В сегменте CLO, обеспеченных крупными кредитами заемщиков, имеющих значительную кредиторскую задолженность, и в секторе британских RMBS, на долю которых в совокупности приходится более половины объема европейской эмиссии, также отмечался рост выше среднего — более чем на 70% в сравнении с предыдущим годом. Соответственно, доля этих сегмен-

тов в общей структуре эмиссии возросла, что привело к некоторому снижению диверсификации эмиссии по сравнению с предыдущим годом. Вместе с тем объемом эмиссии RMBS за пределами Великобритании увеличился немного меньше, на 50%, а в сегменте ABS, обеспеченных автокредитами, рост составил всего 10%, что обусловило снижение доли этих секторов в общем объеме эмиссии.

Самый большой объем эмиссии в 2021 году по-прежнему отмечался в сегменте CLO, где он составил более €38 млрд. Мы полагаем, что эмиссия CLO будет оставаться на высоком уровне — около €35 млрд в 2022 году, принимая во внимание растущее число компаний по управлению активами на европейском рынке и сохраняющийся объем кредитования заемщиков, имеющих значительную кредиторскую задолженность, в связи с ростом сделок по слиянию и поглощению активов. В совокупных показателях эмиссии не учитываются сделки по рефинансированию и изменению условий CLO, на долю которых приходились рекордные €60 млрд дополнительного объема выпусков в 2021 году. В течение почти всего года спреда по облигациям, выпущенным в рамках сделок CLO, были меньше, чем в 2019–2020 годах, что способствовало рефинансированию или пересмотру условий существующих выпусков, у которых наступал период возможного досрочного погашения. Такой значительный объем подобных сделок объясняется тем,

Таблица 1

Объем новых выпусков инструментов структурированного финансирования на мировом рынке*

Источник: S&P Global Ratings

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022(п)
США, \$ млрд	373	510	540	582	452	783	786
Канада, млрд канадских долл.	18	20	25	19	11	13	13
Европа, € млрд	81	82	107	102	69	114	120
Китай, \$ млрд	116	220	292	334	432	485	500
Япония, \$ млрд	53	48	56	61	60	61	63
Австралия, \$ млрд	16	36	23	31	22	38	40
Латинская Америка, \$ млрд	12	17	9	13	13	24	24
Приблизительный объем новой эмиссии на мировом рынке, \$ млрд	670	930	1050	1150	1070	1530	1560

(п) — прогноз.

* Мы оставляем за собой право периодически пересматривать данные показатели задним числом при поступлении новой информации. Из общих показателей исключены облигации с покрытием, коммерческие бумаги, обеспеченные активами (ABCP), и сделки по рефинансированию и пересмотру условий CLO.

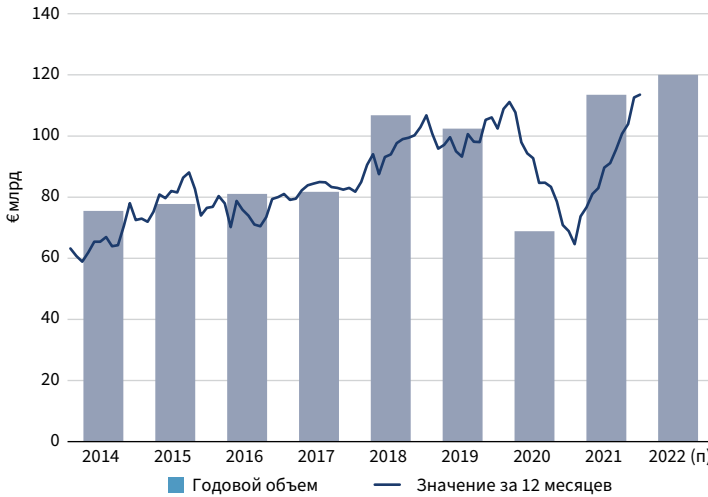


Рисунок 3
 Объем эмиссии европейских инструментов секьюритизации, размещенных среди инвесторов
 Источник: S&P Global Ratings
 (п) — прогноз.

что многие CLO в 2020 году были структурированы с коротким периодом обращения до наступления досрочного погашения из-за ожиданий будущего снижения процентных спредов, что впоследствии и произошло. По нашему мнению, рефинансирование существующих выпусков CLO продолжится в 2022 году, однако объем может несколько сократиться.

Рефинансирование может быть значительным фактором роста эмиссии также и в сегменте RMBS в 2022 году. По нашим оценкам, объем существующих выпусков RMBS с колл-опционом в 2022 году (главным образом в Великобритании) составляет почти €30 млрд. Если большинство этих выпусков будут погашены и рефинансированы посредством секьюритизации, это послужит увеличению общего объема эмиссии. Вместе с тем на долю всего пяти сделок приходится половина этого объема, поэтому влияние на показатели эмиссии будет зависеть от мотивации продавцов и от рыночных условий на дату реализации колл-опциона.

Объемы кредитования банками домохозяйств и нефинансовых организаций в Великобритании и еврозоне оставались устойчивым в последние годы, а его темпы роста составляли несколько процентов в год и даже повысились в разгар пандемии. При прочих равных условиях этот фактор будет поддерживать эмиссию (нетто) ин-

струментов финансирования на открытом рынке, хотя доля секьюритизации в общей структуре заимствований также всегда зависит от наличия и стоимости альтернативных финансовых инструментов.

Банки-оригинаторы получили особую выгоду от нерешительности состоятельных клиентов, когда речь идет о вариантах финансирования. В рамках мер денежно-кредитной политики, принятых в ответ на пандемию коронавирусной инфекции, Европейский центральный банк (ЕЦБ) и Банк Англии возобновили программы поддержки ликвидности, направленные на предоставление кредитным организациям дешевого срочного финансирования. Кроме того, в банках отмечался значительный рост депозитов, обусловленный снижением расходов домохозяйств и компаний. Совокупность этих факторов привела к резкому ослаблению стимулов для банков выпускать инструменты финансирования на открытом рынке, что обусловило сокращение предложения выпускаемых банками инструментов структурированного финансирования, объем которых достиг самого низкого за все годы уровня — 18% совокупного объема эмиссии в 2021 году.

Вместе с тем эта тенденция может начать меняться в 2022 году, поскольку центральные банки сокращают программы поддержки, а обусловленное панде-

мией поведение заемщиков нормализуется. В Великобритании финансовые организации привлекли четырехлетнее финансирование объемом 200 млрд фунтов стерлингов от Банка Англии в рамках «Схемы срочного финансирования с дополнительными стимулами для малых и средних предприятий» (TFSME), но получение новых средств по этой программе было ограничено в октябре 2021 года. Принимая во внимание объем этих средств, банкам придется тщательно управлять постепенным рефинансированием этих долговых обязательств, в том числе за счет поступательного возвращения к привлечению средств на открытом рынке. В еврозоне ЕЦБ еще не объявил сроки и детали продления своей программы целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO) после последнего запланированного заимствования в рамках действующей схемы в середине декабря 2021 года. Уже сточение условий рефинансирования может обусловить привлекательность возвращения на рынок частного долга для отдельных банков еврозоны.

В то время как нормализация денежно-кредитной политики может увеличить предложение инструментов структурированного финансирования, продолжающийся процесс количественного смягчения будет и в дальнейшем поддерживать спрос на сделки секьюритизации, соответствующие определенным критериям. Например, мы не ожидаем, что ЕЦБ сократит свою основную программу покупки активов до конца 2023 года. Вместе с тем инфляционное давление и отменявшаяся в последнее время волатильность процентных ставок могут повысить спрос со стороны частного сектора на европейские структурированные выпуски. Сочетание плавающих ставок и повышение доходности в этом секторе могут стать привлекательными для более широкого круга инвесторов в инструменты с фиксированным доходом, которые стремятся снизить дюрацию портфелей, насколько позволяет их политика инвестирования.

Внимание к экологическим, социальным и управленческим факторам (ESG) в европейском секторе структурированного финансирования повысилось

в 2021 году. На фоне масштабных изменений режима регулирования стандартов раскрытия информации и эмиссии на рынки вышло больше оригинаторов, чем когда бы то ни было, с инструментами секьюритизации, маркированными как «зеленые» или «социальные». В сегментах ABS, CMBS и RMBS мы отмечаем восемь таких сделок в течение года, на их долю приходится более 4% совокупной эмиссии. Мы ожидаем, что значение характеристик устойчивого финансирования будет продолжать повышаться в 2022 году. Однако негативное влияние на темпы роста эмиссии может оказывать медленная оригинация нового устойчивого залогового обеспечения и то, насколько быстро оригинаторы смогут выполнять обязательства по использованию поступлений, которые они взяли на себя по более ранним сделкам. В секторе CLO формулировки об исключении определенных классов активов из пула активов из-за факторов ESG уже стали нормой. В 2022 году, вероятнее всего, будет все более широко распространяться разработка оценок на основании факторов ESG для заемщиков и отражение этих оценок в отчетности.

ДАВЛЕНИЕ НА КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОСЛАБЕВАЕТ

В 2021 году мы понизили рейтинги лишь немногим более 1% инструментов структурированного финансирования в Европе. В наибольшей степени пострадали сделки в сегменте CMBS, обеспеченные розничными активами, но на этот сектор приходится небольшая часть наших рейтингов, присвоенных европейским сделкам секьюритизации. Для большинства классов активов среднее изменение показателей кредитного качества, отслеживаемых в течение 12 месяцев, было положительным в течение нескольких лет до пандемии, что свидетельствует о повышении рейтингов в целом (Рисунок 4). Хотя эта тенденция ослабела в 2020 году, ее направление после 2020 года изменилось. Рейтинги CMBS продолжали снижаться в среднем на 0.7 ступени в течение 12 месяцев, закончившихся в сентябре 2021 года, однако в других секторах отмечались нетто-

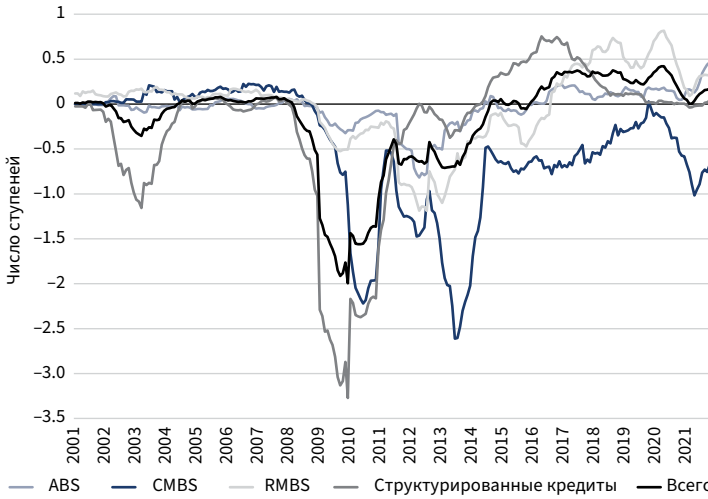


Рисунок 4
Среднее изменение кредитного качества структурированных инструментов, выпущенных в Европе
Источник: S&P Global Ratings

повышения рейтингов, и наши рейтинги европейских инструментов структурированного финансирования в целом повысились в среднем почти на 0.2 ступени.

Окончательных данных за 2021 год нет, однако мы полагаем, что рост экономики еврозоны составил более 5% в 2021 году, и прогнозируем дальнейший рост на уровне 4.4% в 2022 году. Отмечавшееся в последнее время увеличение числа заболевших COVID-19 во многих европейских странах немного замедлит восстановление потребления, но ВВП еврозоны, вероятно всего, все же превысил допандемийный уровень в четвертом квартале 2021 года. Мы также ожидаем, что уровень безработицы в еврозоне снизится в 2022 году до 7.5%, что будет оказывать позитивное влияние на активы, связанные с потребителями, обеспечивающие сделки секьюритизации. Показатели занятости в Великобритании, вероятнее всего, улучшатся в меньшей степени, а темпы безработицы снизятся лишь незначительно — до 4.5% в 2022 году.

В секторах, поддерживаемых потребительским кредитованием, позитивное влияние на заемщиков оказали меры по поддержке доходов при помощи схем оплачиваемого отпуска на период ограничительных мер (furlough) и снижения объема текущих расходов в период платёжных каникул. Негативное влияние, которое окончание этих программ под-

держки оказывает на отдельных заемщиков, может постепенно распространиться на показатели залогового обеспечения сделок секьюритизации в 2022 году, несмотря на снижение безработицы. Вместе с тем мы до сих пор отмечаем мало свидетельств ухудшения ситуации, а сервисеры обычно хорошо подготовлены для того, чтобы управлять такими случаями.

Инфляционное давление является еще одной проблемой для финансовых показателей домохозяйств, поскольку общие темпы инфляции в конце 2021 года достигли такого высокого уровня, который в течение десяти лет не отмечался ни в Великобритании, ни в еврозоне. Однако это влияние было обусловлено возможными временными дисбалансами спроса и предложения после того, как экономика разных стран стала снова открываться, а также разовыми искажениями вследствие снижения налогов, связанного с окончанием пандемии. Поэтому мы ожидаем, что темпы инфляции будут медленно снижаться в 2022 году по мере того, как влияние этих временных факторов начнет ослабевать. Напротив, инфляция цен на жилье, которая также оставалась высокой, будет сохраняться в большинстве европейских стран. Это будет оказывать позитивное влияние на кредитные показатели пулов непогашенных жилищных ипотечных кредитов.



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

В Грузии готовится к принятию новый закон, регулирующий выпуск обеспеченных ипотечных облигаций

В конце 2021 года Национальный банк Грузии (далее — НБГ) представил правительству новый проект закона «Об обеспеченных ипотечных облигациях», регулирующий правоотношения, связанные с выпуском обеспеченных облигаций (далее — ОО)¹, надзором за эмитентами и их

деятельностью². Законопроект содержит положения, предполагающие сильные защитные механизмы для держателей облигаций, схожие с требованиями, содержащимися в соответствующих законах стран ЕС. Проект закона также содержит некоторые недостатки, которые, однако, также присутствуют в аналогичных законах, регулирующих выпуск обеспеченных облигаций на европейских рынках.

Новый закон в случае его принятия открывает путь для выпуска ОО в Грузии, что рас-

¹ Обеспеченные облигации (ОО, англ. covered bonds) — это облигации с «двойным регрессом» против эмитента и первоочередным правом на удовлетворение требований из массы покрытия. В русскоязычной литературе такие облигации еще называют балансовыми сделками секьюритизации активов, так как активы остаются на балансе кредитной организации — эмитента.

² Проект закона опубликован на странице НБГ: <https://nbg.gov.ge/legal-acts/projects/>.

ширит доступ коммерческих банков Грузии к диверсифицированным источникам фондирования и поддержит развитие рынков капитала страны. Кроме того, по мнению агентства Moody's, распространение этой формы долговых обязательств способствует, во-первых, повышению вероятности оказания эмитентам этих облигаций поддержки со стороны регуляторов в случае ухудшения их финансовой устойчивости и, во-вторых, повышению ликвидности всего банковского сектора¹.

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ ЗАКОНОПРОЕКТА

Требования к кредитному качеству массы покрытия

Новый закон содержит ряд требований к кредитному качеству активов. Например, закон ограничивает типы активов, которые могут быть включены в массу покрытия. Так, согласно закону, в массу покрытия могут быть включены только ипотечные кредиты, обеспеченные жилой или коммерческой недвижимостью, и замещающие активы². Эти требования соответствуют аналогичным ограничениям, содержащимся в соответствующих законах во многих странах ЕС. Закон также устанавливает, что в массу покрытия могут быть включены только ипотечные кредиты с первоочередным правом погашения (first-rank), а недвижимое имущество, обеспечивающее кредиты, должно находиться на территории Грузии.

Кроме того, для целей выполнения требований к уровню избыточного обеспечения (перепокрытия, см. ниже) закон устанавливает лимит для коэффициента кредит-залог (далее — К/З) на уровне 80% от стоимости жилой недвижимости. Для коммерческой недвижимости лимит К/З составляет 60%. Так же, как и большинство европейских законов, регулирующих

выпуск ОО, грузинский законопроект требует брать рыночную стоимость недвижимости для расчета лимита для коэффициентов К/З. При этом стоимость недвижимости должна пересматриваться эмитентом ежегодно, а в случае необходимости объекты недвижимости должны быть оценены независимым профессиональным оценщиком.

Стоит также отметить, что требования закона к проблемным кредитам пока еще не полностью ясны. В то время как только непросроченные кредиты могут быть включены в массу покрытия, закон не содержит каких-либо конкретных положений о кредитах, которые стали просроченными после их включения в массу покрытия. Ожидается, что нормы для таких просроченных кредитов будут разработаны НБГ в соответствующих нормативных актах.

Требования к уровню избыточного обеспечения

Законопроект устанавливает пятипроцентный минимум для избыточного обеспечения выпущенных ОО³, который должен рассчитываться исходя из номинальной стоимости активов и выпущенных облигаций⁴. Этот лимит⁵ соответствует минимальному уровню, требуемому для льготного режима расчета банковского капитала и ликвидности для обеспеченных облигаций в соответствии с новыми правилами ЕС, которые вступают в силу с июля 2022 года⁶. Стоит также отметить, что требуемые 5% минимального перепокрытия превышают минимальные тре-

³ Под избыточным обеспечением понимается перепокрытие (англ. overcollateralisation, OC), то есть ситуация, когда сумма обеспечения (другими словами — масса покрытия) превышает сумму выпущенных обязательств.

⁴ В некоторых странах требования к перепокрытию выражены на основе не номинальной, а чистой дисконтированной стоимости (англ. net present value, NPV) активов и пассивов.

⁵ Законопроект также наделяет Национальный банк Грузии правом повышения минимально требуемого избыточного обеспечения в случае необходимости.

⁶ Изменения коснутся статьи 129 нового регламента (CRR) ЕС: Regulation (EU) No 575/2013 of 26 June 2013 on prudential requirements for the credit institutions and investment firms.

¹ См., например, «Обеспеченные облигации в странах Центральной и Восточной Европы» // Энциклопедия российской секьюритизации — 2020. С. 50.

² Замещающие активы могут составлять не более 20% от объема выпущенных обеспеченных облигаций. Критерии приемлемости для замещающих активов в основном соответствуют аналогичным требованиям законодательства стран ЕС.

бования, установленные в некоторых странах ЕС с устоявшимися рынками обеспеченных облигаций, где обычно этот минимум установлен на уровне 2%.

Требования к запасу ликвидности

Другим положительным фактором является требование к минимальному запасу ликвидности, который должен иметь на балансе эмитент ОО. Наличие ликвидности уменьшает риск рефинансирования, который возникает в случае дефолта эмитента в результате несовпадения сроков погашения активов и пассивов, когда естественная амортизация активов в массе покрытия может оказаться недостаточной для погашения основной суммы долга по выпущенным облигациям. Согласно закону, требуемый запас ликвидности рассчитывается как максимальная разница между ожидаемыми поступлениями денежных средств из массы покрытия и запланированными платежами по выпущенным облигациям накопленным итогом в течение следующих 180 дней¹. Этот расчет соответствует новым правилам для стран ЕС, которые вступают в силу с июля 2022 года.

Требования к аудиту массы покрытия

Согласно закону, при выпуске ОО эмитент обязан назначить аудитора массы покрытия, который должен быть юридическим лицом, имеющим право осуществлять аудиторскую деятельность. Кроме того, НБГ наделяется правом введения дополнительных квалификационных требований к аудитору массы покрытия. Назначение и смещение аудитора должно быть согласовано с НБГ. В обязанности аудитора входит проверка активов в массе покрытия на соответствие требованиям закона, таким как, например, требования к избыточному обеспечению, требования к оценке недвижимого имущества, обеспечивающего ипотечные кредиты и т. п.

Отделение программы выпуска ОО защищает от банкротства эмитента

Законопроект предусматривает, что в случае отзыва банковской лицен-

зии² у эмитента программа выпуска ОО³ будет отделена от его общей конкурсной массы (programme separation, принцип разделения). НБГ также имеет право принять решение об отделении программы выпуска ОО в случае возникновения угрозы невыполнения обязательств со стороны эмитента. Эти правила предполагают, что (по крайней мере, теоретически) масса покрытия будет отделена от общей конкурсной массы эмитента за достаточное время до его банкротства, что повышает защиту держателей обеспеченных облигаций.

Администратор массы покрытия наделен широкими полномочиями для защиты интересов держателей облигаций

Как и в случае с большинством законов ЕС, регулирующих выпуск ОО, закон Грузии предусматривает, что банкротство эмитента не влечет за собой требования досрочного погашения обеспеченных облигаций. Как описано выше, банкротство эмитента влечет за собой отделение программы выпуска ОО от общей конкурсной массы эмитента. При этом закон устанавливает, что в случае отделения программы НБГ назначает администратора массы покрытия, который должен быть физическим лицом, независимым от конкурсного управляющего эмитента.

Полномочия администратора массы покрытия включают в себя следующие основные пункты:

- право на продление сроков погашения основного долга ОО на срок до 12 месяцев⁴, если это необходимо

² Скорее всего это произойдет в случае неплатежеспособности эмитента.

³ Согласно закону, эмиссия ОО возможна в рамках единой программы.

⁴ Таким образом, закон допускает так называемый мягкий режим погашения облигаций (Soft Bullet). Неуплата в юридически закрепленную дату погашения не является событием дефолта. Напротив, при неуплате в установленный срок включается период продления, который предоставляет больше времени (12 месяцев) для погашения ОО, устанавливая новую окончательную дату погашения. Неуплата в окончательную дату погашения приводит к дефолту и акселерации обеспеченных облигаций.

¹ НБГ также имеет право вводить дополнительные требования к величине запаса ликвидности.

для предотвращения несостоятельности (банкротства) программы выпуска ОО;

- право принятия решения о передаче¹ программы ОО другому коммерческому банку, имеющему соответствующую лицензию;
- право на обращение взыскания по ипотечным кредитам;
- право на привлечение ликвидных средств, если это необходимо для погашения облигаций в установленные сроки.

Закон требует, чтобы эмитент предоставлял администратору массы покрытия доступ к любой информации или документам, имеющим отношение к программе ОО, а администратору программы разрешается использовать сотрудников и другие ресурсы эмитента для управления программой, что снижает операционные риски. Закон также предусматривает, что конкурсный управляющий эмитента и администратор массы покрытия должны сотрудничать и обмениваться информацией.

Если после отделения программы выпуска ОО администратор массы покрытия не ожидает полного и своевременного удовлетворения требований кредиторов программы, он должен представить кредиторам программы одно или несколько предложений о продолжении, реструктуризации (включая передачу программы другому эмитенту) или ликвидации программы. Любое предложение, одобренное кредиторами программы, должно быть затем утверждено НБГ.

Положения законопроекта снижают риски введения моратория, смещения и зачета встречных требований

Закон предусматривает, что мораторий, который НБГ может наложить на эмитента для приостановки выплат по его долгам, не должен распространяться на программу выпуска ОО.

Закон также обеспечивает определенную защиту от риска смешения (commingling) активов, то есть риска того, что в случае банкротства эмитента активы массы покрытия могут быть смешаны с дру-

гими активами эмитента и оставлены в его общей конкурсной массе. В случае отделения программы ОО денежные средства, полученные из массы покрытия (включая выплаты основной суммы долга и процентов, произведенные заемщиками по ипотечным кредитам), должны быть отделены от других денежных средств эмитента. При этом денежные средства программы должны быть размещены на отдельном счете в стороннем коммерческом банке и зарегистрированы в массе покрытия.

Закон также запрещает зачет встречных требований (set-off) третьими лицами. Это означает, что в случае несостоятельности (банкротства) эмитента заемщик по ипотечному кредиту не сможет зачесть свое требование к эмитенту (например, по депозиту) в счет своих обязательств по ипотечному кредиту.

Закон требует резервирования средств для удовлетворения необеспеченных требований

Если массы покрытия недостаточно для удовлетворения требований держателей обеспеченных облигаций и других кредиторов программы выпуска ОО, закон предоставляет кредиторам право возмещения остаточного требования из общей конкурсной массы эмитента, которое имеет равную очередность погашения с требованиями других необеспеченных кредиторов эмитента. Если срок выплат по требованиям кредиторов программы ОО еще не наступил, конкурсный управляющий эмитента должен создать для них соответствующий резерв.

Требования по регулятивному надзору и контролю соответствуют европейским аналогам

Грузинский законопроект содержит требования по надзору и контролю, которые аналогичны законам стран ЕС. Законом предусматривается, что для выпуска обеспеченных облигаций коммерческому банку необходимо получить разрешение НБГ. Закон также наделяет центральный банк широкими надзорными полномочиями, включая утверждение аудитором массы покрытия и назначение администратора массы покрытия. Закон также наделяет НБГ правом проводить инспекции и аудит

¹ Передача программы выпуска ОО другому банку может осуществляться только с согласия НБГ. Согласия держателей ОО не требуется.

программ ОО, а также дает центральному банку право налагать санкции за нарушение закона. Кроме того, закон наделяет НБГ ключевую роль в утверждении любой передачи программы ОО другому банку после дефолта первоначального эмитента. Кроме того, любые предложения администратора массы покрытия по реструктуризации или ликвидации программы ОО должны быть согласованы с НБГ.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ ЗАКОНОПРОЕКТА

Наряду с сильными сторонами, новый закон Грузии об обеспеченных ипотечных облигациях также имеет некоторые недостатки, которые, правда, также присутствуют и в аналогичных законах в некоторых других европейских странах. Но, по мнению агентства Moody's, несмотря на эти недостатки, описанные ниже, законопроект в целом соответствует европейским стандартам.

В массе покрытия могут смешиваться коммерческие и жилищные ипотечные кредиты

Грузинский закон допускает смешение коммерческих и жилищных ипотечных кредитов в массе покрытия. Это означает, что эмитенты могут замещать жилищную ипотеку в портфеле более рискованной коммерческой ипотекой. Хотя обычно такое смешивание допускается законодательством в странах ЕС без ограничений, на практике эмитенты относительно редко смешивают активы в массе покрытия, за исключением программ ОО в Германии и Испании.

Отсутствие положений по ограничению коэффициента К/З

В законе нет ограничений на максимальный коэффициент К/З для ипотечных кредитов, которые могут быть включены эмитентами в массу покрытия. Например, теоретически эмитенты могут включить ипотечный кредит с коэффициентом К/З, равным 100%. Однако такой кредит может служить обеспечением выпущенным облигациям только на сумму, равную 80% от стоимости недвижимости для жилищных кредитов или 60% для коммерческих ипотечных кредитов (см. выше). Поскольку других ограниче-

ний по коэффициенту К/З не существует, сумма кредитов свыше 80% от стоимости жилой недвижимости (или 60% от стоимости коммерческой недвижимости) может быть использована только в качестве дополнительного или добровольного избыточного обеспечения. Это означает, что добровольное избыточное обеспечение программы выпуска ОО может быть относительно низкого кредитного качества.

Однако риск того, что в массу покрытия будут включены кредиты с чрезмерно высоким коэффициентом К/З, ограничен тем, что в Грузии действуют макропроденциальные требования в отношении ипотечных жилищных кредитов, согласно которым максимально допустимый коэффициент К/З для кредитов в национальной валюте составляет 85% и 70% для кредитов в иностранной валюте.

Отсутствие положений по ограничению валютного риска и риска изменения процентных ставок

Закон не содержит положений по ограничению риска изменения процентных ставок, кроме требования о наличии запаса ликвидности для покрытия максимального совокупного дефицита денежных средств в течение следующих 180 дней, которое распространяется как на проценты, так и на основную сумму долга. Также закон не требует проверки того, будут ли проценты, ожидаемые к получению из массы покрытия, достаточными для покрытия процентов, выплачиваемых по выпущенным обеспеченным облигациям.

Аналогичным образом, отсутствует тест на валютный риск, то есть закон не требует проверки того, что обязательства, не номинированные в национальной валюте, могут быть покрыты за счет активов массы покрытия.

Но эмитенты могут смягчить валютные риски и риски изменения процентных ставок путем заключения деривативных договоров, и закон содержит положения, способствующие этому. Так, например, закон позволяет контрагентам по деривативным контрактам иметь равные права с держателями обеспеченных облигаций.



Виктория БАКЛАНОВА,
д-р юрид. наук финансового
законодательства

Жилищный рынок США во время пандемии и государственные ипотечные агентства¹

ОБЗОР ЖИЛИЩНОГО РЫНКА США ВО ВРЕМЯ ПАНДЕМИИ

Динамика спроса и предложения

С начала пандемии COVID-19 цены на недвижимость в США стремительно выросли: в среднем на 18% с августа 2020 года по август 2021 года, согласно сезонно скорректированному индексу цен на жилье (HPI). Наиболее значительный рост (26%) зарегистрирован в штатах Монтана, Айдахо, Вайоминг, Невада, Юта, Колорадо, Аризона, и Нью-Мексико (Рисунок 1). Жилье подорожало во всех крупнейших городах страны.

Аналитики рынка недвижимости считают, что хотя темп роста цен снижается, уровень цен остается чрезвычайно высоким. Пик продаж готового жилья

пришелся на октябрь 2020 года, когда было продано 6.7 млн единиц жилья (квартира или дом для одной семьи) — максимум с 2006 года. В 2021 году продажи несколько сократились, но все еще выше, чем в период до пандемии.

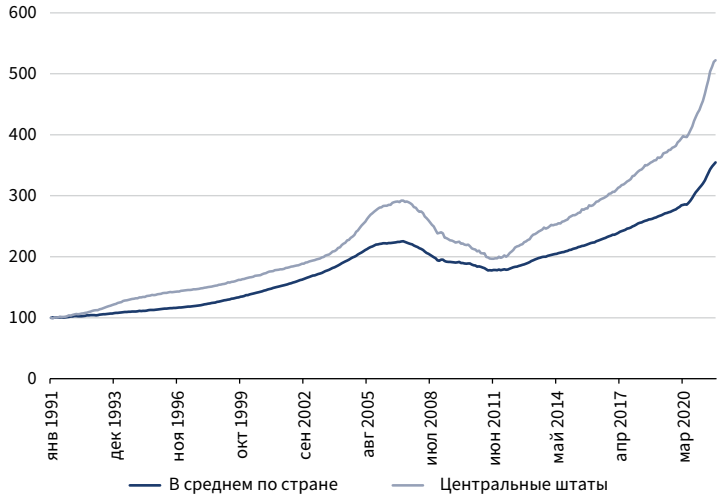
Относительно медленные темпы строительства жилья — это одна из неразрешенных проблем жилищного рынка США; известно, что предложение не поспевало за спросом уже в течение многих лет. В начале пандемии произошел резкий спад в строительстве домов для одной семьи, но уже во второй половине 2020 года зафиксировано восстано-

¹ В статье используются материалы Совета по надзору за финансовой стабильностью США (FSOC), опубликованные в отчете за 2021 год.

Рисунок 1
Индекс цен
на жилье в США*

Источник:
Федеральное
агентство жилищного
финансирования

* 100 — уровень цен 1991 года



новление: появилось больше желающих переехать из городских многоквартирных домов в собственный дом в пригороде. В первые месяцы 2021 года препятствием для роста отрасли оказался дефицит рабочей силы. Дефицит строительных материалов привел к их удорожанию в течение года.

С декабря 2019 года по август 2021 года предложение жилья сократилось почти на 50%. К концу 2020 года дефицит жилья достиг 3.8 млн единиц (квартира или дом для одной семьи), согласно исследованиям корпорации Freddie Mac. В течение 2021 года предложение готового жилья стабилизировалось, но осталось на низком уровне.

По данным Бюро переписи населения, в третьем квартале 2021 года 65% американских семей имеют собственное жилье, их оказалось немного больше, чем до пандемии. Вынужденное длительное пребывание в четырех стенах подтолкнуло многие семьи улучшить свои жилищные условия, например купить новый дом.

На рынке арендного жилья доля свободных квартир снизилась до 5.8% (средний показатель за пять лет — 6.8%). Сокращению предложения способствовал мораторий на выселение должников по ипотечным кредитам. Семьи, даже не имеющие средств, оставались в сво-

ем жилье, которое теперь не выставилось на продажу.

Как показало исследование Федерального резервного банка США, на рост цен на жилье повлиял в основном всплеск спроса. До пандемии спрос на новое жилье несколько уравновешивался тем, что при этом люди продавали имеющееся жилье. В течение последних двух лет люди проявляли больше интереса к приобретению второго дома. Те, кто собирался переехать, перестали выставлять имеющуюся недвижимость на продажу, поскольку не были уверены в том, что удастся быстро купить новую. Учитывая инерционность на рынке недвижимости и сравнительно медленные темпы роста строительной отрасли, можно ожидать, что в ближайшее время на рынке жилья сохранится напряженность.

Ипотечное кредитование

Весной 2020-го года средняя процентная ставка ипотечному кредиту на 30 лет резко упала и оставалась на исторически низком уровне в 2021 году благодаря действиям Федерального резервного банка США, нацеленным на поддержание низкой процентной ставки и низкой стоимости кредитования во всех отраслях. Благодаря низкой процентной ставке

заемщики стали активно рефинансировать уже полученные ипотечные кредиты. По информации National Mortgage Database (NMDb), только в первом квартале 2021 года, когда ставки по ипотеке достигли самого низкого уровня за десятилетие, в рамках рефинансирования было выдано ипотечных кредитов на \$788 млрд. Это на 95% больше, чем за аналогичный период прошлого года (\$404 млрд). Для сравнения: сумма ипотечных кредитов для покупки недвижимости увеличилась всего на 35%, с \$233 млрд до \$314 млрд.

На протяжении второго квартала 2021 года кредитные характеристики ипотечных заемщиков оставались достаточно благополучными. 52% заемщиков имели средний кредитный рейтинг. Доля заемщиков с высоким кредитным рейтингом увеличилась до 38% в 2020 году. В течение нескольких лет, предшествующих пандемии, таковых было примерно 30%, и этот показатель оставался стабильным. Однако ко второму кварталу 2021 года их осталось только 32%. В начале пандемии доля заемщиков с наименьшим кредитным рейтингом снизилась до 10% от общего числа заемщиков, но быстро вернулась к прежнему уровню — около 16%.

Крупнейшие банки, у которых активы превышают \$10 млрд, ускорили выдачу ипотечных кредитов по сравнению с банковскими учреждениями меньшего размера. На этом фоне интересна динамика в сегменте кредитования небанковскими структурами. В общем объеме ипотечного кредитования в США доля небанковских учреждений резко упала после мирового финансового кризиса 2007–2009 годов, когда они практически отказались от выдачи кредитов на ипотеку и вышли из этого вида кредитной деятельности. В последние годы доля ипотечных кредитов, выданных небанковскими учреждениями, увеличилась вплоть до того, что в 2020 году на них приходилось 60% таких займов. Такой рост кредитования небанковскими компаниями вызывает озабоченность регулирующих органов, поскольку многие из этих ком-

паний полагаются на краткосрочное рыночное финансирование своей деятельности и могут оказаться неспособны выдержать финансовый шок.

На фоне интенсивного роста цен на жилье во время пандемии стабильно росла доля домашнего капитала по отношению к кредиту. По состоянию на второй квартал 2021 года у 94% ипотечных заемщиков было как минимум 20% домашнего капитала, и практически у всех заемщиков было не менее 5% домашнего капитала. Для сравнения: во втором квартале 2012 года только 62% ипотечных заемщиков располагали домашним капиталом в размере 20% и более. Исторически сопоставимый по величине домашний капитал имел место в первом квартале 2006 года, то есть прямо перед началом мирового финансового кризиса.

В течение пандемии уровень ипотечной задолженности оставался низким благодаря своевременным действиям федеральных и местных властей. В 2020–2021 годах приняты законы, нацеленные на поддержание платежеспособности населения и облегчение процедур приобретения ипотеки. Например, заемщики с кредитами, гарантированными федеральными жилищными агентствами, могли временно приостановить ипотечные выплаты. Кредиторы не могли информировать кредитные бюро о таких приостановках ипотечных платежей, чтобы не ухудшать кредитную историю заемщиков. Заемщики, которые допускали просрочки до пандемии, могли ограничиться тем, что выплачивали только просроченные платежи. В результате в среднем по стране ситуация с ипотечной задолженностью значительно улучшилась. Снизился процент ипотечных кредитов с просрочкой 30 или 60 дней: если в первом квартале 2020 года было 1.9% от всего объема ипотечных кредитов, то во втором квартале 2021 года — только 0.8%; доля кредитов с просрочкой 90–180 дней снизилась с 0.8 до 0.5%.

В целом благодаря своевременным действиям властей по поддержанию платежеспособности населения у многих ипотечных заемщиков кредитный

рейтинг даже улучшился во время пандемии. С декабря 2020 года по июль 2021 года средний кредитный рейтинг увеличился на три пункта, но примерно у 11.5% ипотечных заемщиков снизился на 20 пунктов и более.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ИПОТЕЧНЫЕ АГЕНТСТВА

В сентябре 2008 года два крупных частных агентства по рефинансированию ипотечных кредитов — Fannie Mae и Freddie Mac — были спасены от банкротства Казначейством США и переданы в ведение Федерального агентства по финансированию жилищного строительства (FHFA). До сих пор эти агентства находятся под государственным надзором, который для Fannie Mae и Freddie Mac должен был быть временным. Уже более десяти лет прошло после финансового кризиса 2008–2009 годов, но до сих пор не сформулирован план по реформированию этих ипотечных агентств, которые оказались в центре кризиса.

Все дебаты по поводу реформ привели к одному и тому же выводу: необходимы государственные гарантии для стабильности ипотечного рынка США и ликвидности ипотечных ценных бумаг на мировых финансовых рынках.

Государственные гарантии оказались востребованы и во время панде-

мии, когда правительство поручило жилищным агентствам принять необходимые меры по поддержке ипотечных заемщиков и арендаторов жилья. Изначально предполагалось приостановить ипотечные платежи на 12 месяцев, но из-за затянувшейся пандемии законодатели были вынуждены пересмотреть эти сроки, и мораторий был продлен до 18 месяцев. По истечении моратория накопившаяся ипотечная задолженность добавляется к основному долгу без дополнительных процентов. Также предлагаются варианты модификации ипотечного кредита: продление до 40 лет или, в некоторых случаях, уменьшение процентной ставки.

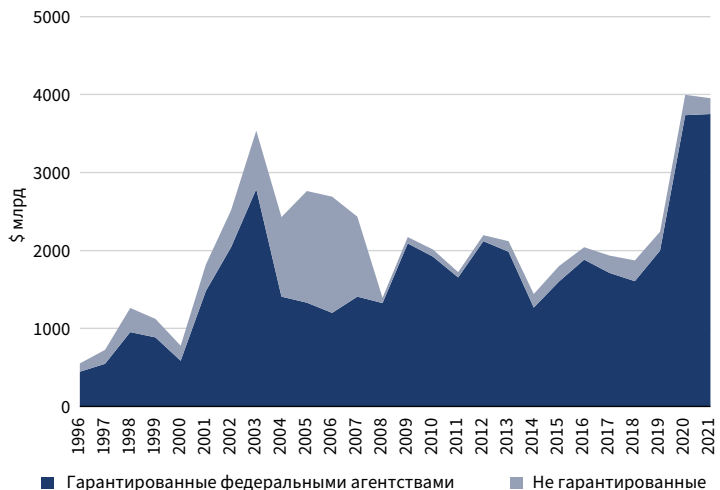
Fannie Mae и Freddie Mac оставались прибыльными предприятиями во время пандемии. В первой половине 2021 года чистая прибыль этих агентств составила более \$19 млрд (за аналогичный период 2020 года — примерно \$5 млрд). Прибыль в основном была обусловлена резким увеличением объемов рефинансирования в результате рекордно низких процентных ставок.

Федеральные жилищные агентства остаются доминирующей силой на рынке ценных бумаг с ипотечным покрытием (Рисунок 2). Доля ценных бумаг без государственных гарантий, которая значительно увеличилась

Рисунок 2
Объем выпуска ценных бумаг с ипотечным покрытием в США*

Источник:
Ассоциация индустрии ценных бумаг и финансовых рынков

* Данные за 2021 год приведены с января по ноябрь

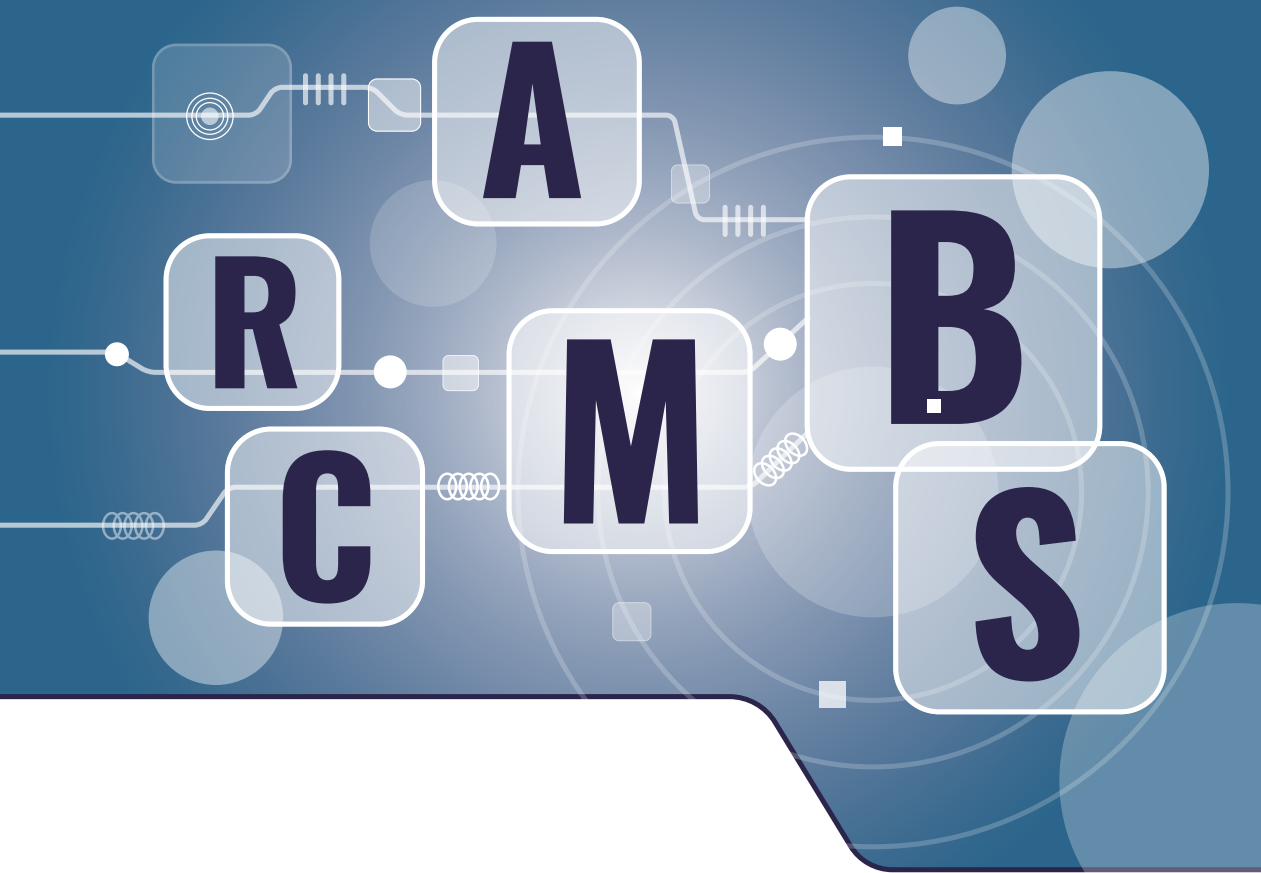


в начале 2000-х годов, резко снизилась во время финансового кризиса и пока так и не восстановилась. Например, в течение 2021 года только около 5% выпуска ценных бумаг ипотечной секьюритизации не имеет гарантий федеральных жилищных агентств.

В сентябре 2021 года Федеральное агентство по финансированию жилищного строительства опубликовало уведомление о разработке закона, который бы внес поправки в режим управления кредитными рисками и капиталом Fannie Mae и Freddie Mac. Эти поправки нацелены на создание условий перераспределения кредитных рисков между частными инвесторами и государством. Участники рынка восприняли документ как первый осторожный шаг по выводу жилищных агентств из-под государственной опеки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на сложности, связанные с пандемией, жилищный рынок США продолжает расти. Этому способствуют активные действия властей по облегчению бремени пандемии для населения и рекордно низкие процентные ставки по ипотечным кредитам. Поскольку пока трудно прогнозировать сроки окончания пандемии, законодатели не видят особой необходимости предпринимать срочные действия по реформированию системы жилищного финансирования. Тем не менее в 2021 году предложены первые осторожные шаги по выводу агентств Fannie Mae и Freddie Mac из-под государственной опеки. Которые призваны содействовать разработке механизма перераспределения кредитных рисков между частными инвесторами и государством.



Секьюритизация ипотеки



Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации,
ВТБ Капитал

Российский рынок ипотечных ценных бумаг: очередной рекорд установлен, ждем паузу

Российский ипотечный рынок, как первичный, так и вторичный, то есть рынок ипотечных ценных бумаг, развивался в прошлом году, на мой взгляд, в известной степени парадоксально.

Оценивая тенденции развития финансово-экономической ситуации в начале 2021 года, большинство аналитиков, включая экспертов Центрального банка России, рассчитывали, что ускоряющаяся инфляция после достижения своего максимума в феврале-марте начнет снижаться. При этом все понимали, что потенциал дальнейшего смягчения ДКП исчерпан и возвращение к нейтральной политике было предопределено. И хотя некоторые пессимисты ожидали тогда скорого повышения ключевой ставки, большинство аналитиков рассматривало возможность

перехода к циклу ужесточения только в конце 2021-го — начале 2022 года.

Однако ускорение инфляционного роста заставило ЦБ перейти к ужесточению монетарной политики уже в марте, последовательно и решительно следовать этим курсом на протяжении всего года и продолжить его в наступившем 2022 году.

Интересно, что на кардинальную смену политики ЦБ ставки по ипотечным кредитам долгое время практически никак не реагировали, а ставки по депозитам населения реагировали очень слабо. Осязаемый рост ставок мы увидели ближе к осени, но он был совершенно несопоставим с динамикой ключевой, которая за год увеличилась в 2 раза. В конце прошлого — начале этого года мы уже увидели знаковые изменения ипотечных ставок, которые стали выходить на двузначный уровень, и круп-

нейшие кредиторы подняли рыночные ставки выше 10%. Некоторое время сопротивлялся Сбербанк, но это сопротивление длилось недолго, и уже в начале февраля он преодолел десятипроцентный рубеж. Подобная запаздывающая динамика рыночных ставок поддержала новую выдачу, которая продолжила расти и по итогам года показала рекордный результат в 5.7 трлн рублей, увеличившись на 28% по сравнению с 2020 годом. И хотя нового рекорда выдачи ожидали, мало кто из экспертов рассчитывал на такой результат. Сегодня всем очевидно, что замедление неизбежно, насколько — будет зависеть от ряда факторов, включая динамику ставки, которая, по мнению многих аналитиков, уже в ближайшее время преодолеет новый рубеж в 12%.

Анализируя результаты прошлого года, можно ли говорить о признаках пузыря? На мой взгляд, безусловно. Сначала клиенты стремились успеть до сворачивания программы субсидирования ставки, затем успеть купить жилье до его заоблачного подорожания, затем переложить дешевеющие рубли в недвижимость. Ажиотажный спрос разгонял цены, средний размер кредита увеличился за год с 2.6 до 3.4 млн рублей, средний срок превысил 21 год, увеличилась доля заемщиков, взявших потребительский кредит для выплаты первоначального взноса.

Сегодня уровень невозврата очень низок, главным образом за счет роста обще-

го портфеля, но по мере вызревания кредитов ситуация может поменяться, за чем нужно внимательно следить.

Как же динамика первичного рынка отразилась на динамике рынка ИЦБ?

Рынок ипотечных ценных бумаг в прошлом году так же показал рекордный результат (Рисунок 1). Всего было размещено 13 выпусков ИЦБ общим объемом 412 млрд рублей. Общий объем ипотечных облигаций в обращении достиг в конце года почти 900 млрд рублей, что составило 7.6% от всего ипотечного портфеля. Доля относительно небольшая, однако у некоторых из крупнейших кредиторов она заметно выше. Так, у ВТБ она составила в конце года 18%. Следует, впрочем, учитывать, что секьюритизация изначально была важным элементом стратегии развития ипотечного бизнеса банка и на него приходится сегодня более 50% всего российского рынка ИЦБ.

За год были реализованы только две многотраншевые сделки так называемой классической секьюритизации (Таблица 1).

Сделка Титан-3 — мультиоригинаторная сделка банков БЖФ и АТБ — первая в России подобная сделка с рейтингом старшего транша AAA от АКРА. И сделка Тинькофф Банка, одного из лидеров цифрового банкинга, — первая в России сделка многотраншевой секьюритизации ипотечных кредитов, обеспеченных электронными закладными. Старший транш объемом 5.6 млрд рублей

Рисунок 1
Динамика объемов сделок секьюритизации жилищной ипотеки
Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

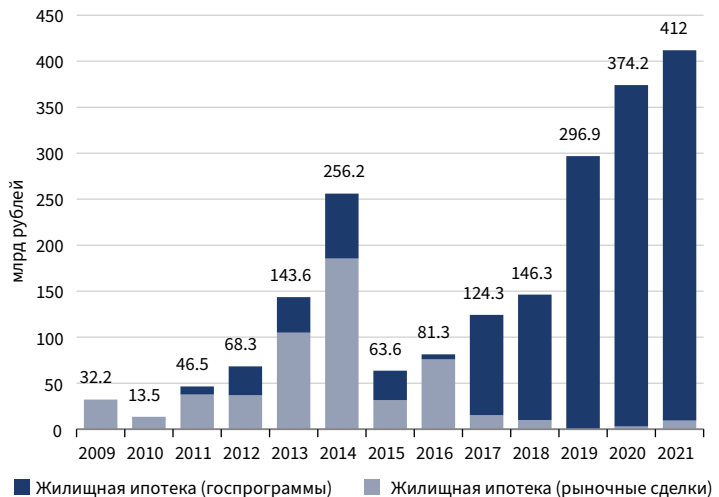


Таблица 1. Выпуск ипотечных ценных бумаг в России в 2021 году

Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

№ п/п	Банк-оригинатор	Эмитент	Организаторы выпуска*	Дата размещения	Объем, всего, млн рублей	Рейтинг старшего транша / Поручительство
1	Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский Банк	ИА Титан-3	Sber CIB	03.03.2021	2827	AAA(ru.sf) от АКРА
2	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	22.04.2021	11 252	Поручительство ДОМ.РФ
3	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	23.04.2021	4742	Поручительство ДОМ.РФ
4	Тинькофф Банк	Ипотечный агент ТБ-1	Тинькофф Банк	08.07.2021	6500	AAA(ru.sf) от АКРА
5	Банк «ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	07.09.2021	9749	Поручительство ДОМ.РФ
6	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	18.10.2021	3087	Поручительство ДОМ.РФ
7	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	28.10.2021	48 293	Поручительство ДОМ.РФ
8	Банк «ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	29.10.2021	1857	Поручительство ДОМ.РФ
9	Банк «ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	17.11.2021	5353	Поручительство ДОМ.РФ
10	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Sber CIB	26.11.2021	69 302	Поручительство ДОМ.РФ
11	Банк «ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	21.12.2021	31 410	Поручительство ДОМ.РФ
12	ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ВТБ Капитал	23.12.2021	207 605	Поручительство ДОМ.РФ
13	Абсолют Банк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк «ДОМ.РФ»	24.12.2021	10 093	Поручительство ДОМ.РФ

* По информации Cbonds

был успешно размещен в рынок и имел спрос не только у институциональных инвесторов, но и со стороны физических лиц.

Еще 2020 год был отмечен ростом интереса к ИЦБ со стороны населения, что объяснимо в связи с падением доходности депозитов и массовым перетоком средств в инструменты финансового рынка. Подобная тенденция открыла дополнительные возможности развития рынка. Вместе с тем практически все реализованные на сегодня сделки ни по своей структуре, ни по технике размещения не были ориентированы на население. Покупка ИЦБ физическими лицами — это скорее бонус, а не результат целенаправленной работы. Для поддержания устойчивого интереса граждан к покупке ипотечных облигаций необходимо предлагать специализированные программы, включая бумаги с более понятным профилем риска, такие как, например, ИЦБ с плановой амортизацией, опыт выпуска которых у нас есть. Хорошим примером может быть реализованная ВТБ в этом году сделка секьюритизации потребительских кредитов на 35 млрд рублей, изначально ориентированная на физических лиц (подробное описание этой сделки содержится в настоящем издании).

Остальные сделки были закрыты в рамках программы ДОМ.РФ, которая остается локомотивом развития рынка, и имеют дополнительное обеспечение

в форме поручительства государственного института развития. Для ДОМ.РФ прошедший год стал знаковым, совокупный объем выпусков в рамках программы превысил триллион рублей.

Среди программных сделок прошлого года можно отметить очередной крупный выпуск ИЦБ с электронными закладными, реализованный Сбербанком. Сегодня очевидно, что полный переход в электронный формат — вопрос ближайшего времени. Это позволит повысить технологичность и уменьшить затраты, связанные с организацией сделок секьюритизации.

Банк «ДОМ.РФ» закрыл первый в России выпуск социальных ипотечных облигаций, полностью обеспеченных кредитами по программе «Семейная ипотека». Облигации с плавающим купоном получили соответствующий статус.

Наконец, ВТБ реализовал очередную крупнейшую в истории российской секьюритизации сделку объемом 207.6 млрд рублей, которая вошла в число крупнейших мировых сделок за 2021 год. В сделку были включены и электронные закладные, и по ее итогам банк принял решение в перспективе полностью отказаться от документальных закладных при выпуске ИЦБ.

Как распределялись выпуски ИЦБ в течение года? За первые три квартала было выпущено менее 10% от годового объема, то есть 90% пришлось на 4-й квартал, а 60%

годового объема ипотечных облигаций было выпущено в декабре. При этом на протяжении всего года вслед за ростом ключевой ставки ЦБ увеличивались рыночные ставки, включая ставки облигационного рынка. Как я уже отмечал, ставки по ипотечным кредитам долгое время вообще не менялись, а потом стали подрастать, но с большим отставанием. В результате спред между ставками по ипотечным кредитам и доходностью ОФЗ за год снизился до минимума (Рисунок 2). Если в начале года спред между ставками на вторичное жилье и 5-летними ОФЗ составлял 230–240 б. п., то к концу года он сжался до менее 130 б. п. Учитывая, что наши ИЦБ размещаются со спредом 100–120 б. п. к G-curve, и принимая во внимание затраты на сделку, стоимость поручительства или рейтинга, операционные расходы, включая плату за обслуживание, разместить такую бумагу в рынок без потерь для originатора представляется нереальным.

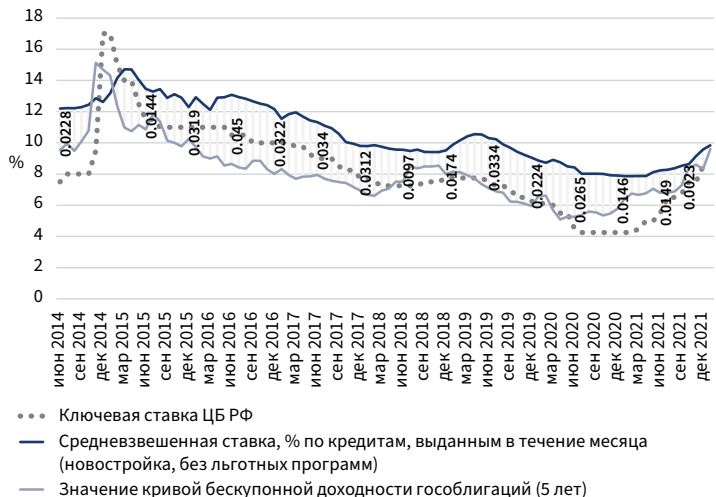
Конечно, просто переупаковав кредиты в ипотечные облигации на своем балансе, мы можем получить некоторую экономию капитала и повысить ликвидность портфеля. Что касается снижения нагрузки на капитал, то, учитывая высокое качество секьюритизируемых кредитов, от которого и зависит коэффициент риска в соответствии с требованиями ЦБ, экономия будет весьма незначительной, а переход к оценке рисков

ипотечных кредитов на основе внутренних рейтингов, ожидаемый для крупных банков, сделает ее ничтожной. Ликвидность ИЦБ ДОМ.РФ повышается за счет их использования в операциях РЕПО, в том числе с Федеральным казначейством. В 2021 году их общая сумма составила 1.05 трлн рублей, при этом более 50% пришлось на казначейство, которое увеличило сроки, а при необходимости может увеличить и лимиты по этим транзакциям.

Но применение механизма секьюритизации для привлечения долгосрочных ресурсов в сферу ипотечного кредитования и эффективного хеджирования процентного риска — основного риска долгосрочной ипотеки по фиксированной ставке предполагает продажу ипотечных облигаций инвесторам, которые имеют длинный инвестиционный горизонт.

Основными инвесторами в ипотечные ценные бумаги остаются банки, доля которых продолжает расти и сегодня превышает 85%. Важной предпосылкой их инвестиционной активности стало формирование адекватной регуляторной среды для вложений в ипотечные облигации. Однако в настоящее время большая часть ИЦБ лежит на балансах банков-оригинаторов, а не банков — рыночных инвесторов. Инвестиции НПФ, которым был установлен специальный 5%-ный лимит вложения пенсионных накоплений в ИЦБ и на активность которых рассчитыва-

Рисунок 2
Динамика доходности ОФЗ и процентных ставок по выданной ипотеке без льготных программ
Источник: Банк России



ли участники рынка, заметно сократились. Доля ипотечных бумаг в их суммарном портфеле составляет 0.7%.

Сегодня, когда депозитные ставки и стоимость фондирования в целом продолжают расти, а доля долгосрочной ипотеки с фиксированной ставкой, большая часть которой была выдана в период дешевых кредитов, составляет по системе уже более 15%, мы сталкиваемся с классическим вариантом увеличения процентного риска. По мнению экспертов, в том числе агентства АКРА, увеличение доли ипотечного кредитования в общем объеме требований и тенденция увеличения сроков кредитов напрямую отразятся на маржинальности банковских операций, которая в наступившем году будет снижаться¹.

Лечить проблему секьюритизацией постфактум, когда риск фактически реализовался, уже нельзя. Поэтому если банк системно занимается ипотечным кредитованием, он должен сразу предусмотреть возможность секьюритизации части портфеля и продажи его в рынок, когда рынок это позволяет.

Рост геополитических рисков в начале года привел к обвалу финансовых рынков. По итогам января цены ОФЗ снизились в среднем на 4.6%, доходность увеличилась на 120 б. п. и по некоторым выпускам превысила 10% годовых. Выход на рынок с публичным долгом в большинстве случаев стал практически нерациональным.

Восстановление активности возможно только после стабилизации ситуации.

Снижение доходности ОФЗ на устойчивый уровень ниже 9% при увеличении текущей доходности ипотечного портфеля сможет сделать размещение новых выпусков ИЦБ в рынок финансово целесообразным в принципе.

В то же время даже в период повышенной волатильности банками был размещен ряд выпусков инвестоблигаций, включая структурные, ориентированные главным образом на состоятельных клиентов, то есть в определенных сегментах спрос сохраняется.

На протяжении всего 2021 года мы видели преобладание проинфляцион-

ных факторов. По итогам 2021 года инфляция составила 8.4%, что более чем в 2 раза превосходило целевой показатель Банка России и заметно превышало даже его октябрьский прогноз. Ускорение роста цен продолжилось и в 2022 году, на начало февраля инфляция составила уже 8.8% в годовом выражении. Риск неконтролируемого роста цен с последующим сползанием в рецессию сделал повышение ключевой ставки неизбежным и, увеличив ее на 100 б. п. на февральском Совете директоров, Банк России фактически провозгласил переход к реально жесткой денежно-кредитной политике, которая на протяжении прошлого года оставалась в нейтральном диапазоне.

Рост цен на жилье стал одним из существенных результатов перегретого спроса, который опирался на растущее ипотечное кредитование, подкрепленное государственными программами субсидирования. Особенно заметным был рост цен в сегменте нового жилья, которое за год подорожало почти на треть. В некоторых городах темпы удорожания были просто аномальными. Например, в Сочи цены предложения на новостройки за год удвоились.

Повышение ключевой ставки в сочетании с отказом от широко действующих программ поддержки в пользу адресных должно, по мнению регулятора, сбалансировать, а по сути замедлить рост ипотеки и стабилизировать таким образом прирост рисков по системе.

Усиление проинфляционных факторов, которые мы наблюдаем с начала года повышает вероятность дальнейшего роста ключевой ставки, которая по оценке Банка России составит в среднем за год 9–11%. Это, с одной стороны, замедлит рост ипотечного кредитования, а с другой — приведет к ужесточению условий на финансовом, в том числе облигационном, рынке и сделает перспективу дальнейшего роста рынка ипотечных ценных бумаг весьма проблематичной.

Оптимистичный прогноз замедления инфляции с возвращением ее на целевой уровень в середине следующего года при растущих в настоящее время ставках по ипотечным кредитам откроет возможности увеличения эмиссии ИЦБ и их эффективного размещения в рынок, но ранее 2023 года это маловероятно.

¹ Удержать вес. Российский банковский сектор: прогноз до 2023 года. АКРА. 28 декабря 2021 г.

Рейтинги, которым доверяют **25** лет

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством, как по числу клиентов, так и по числу сотрудников.

Кредитные рейтинги

- Кредитные рейтинги по национальной шкале Российской Федерации
- Кредитные рейтинги для эмитентов СНГ

Некредитные рейтинги

- Рейтинги надежности и качества услуг управляющих компаний
- Рейтинги надежности и качества услуг страховых медицинских организаций
- Рейтинги системы риск-менеджмента

Устойчивое развитие

- Рейтинги ESG
- Верификация соответствия принципам зеленых облигаций
- Верификация соответствия принципам социальных облигаций
- Верификация соответствия принципам зеленых кредитов
- Верификация соответствия принципам переходных облигаций
- Рейтинги качества управления

Информационно-аналитические услуги

- Образовательные услуги
- Выгрузка рейтинговых данных
- Исследования и аналитика

АО «Эксперт РА»

Россия, Москва, ул. Николаямская, дом 13, стр. 2
+7 (495) 225 3444

www.raexpert.ru



@expert_ra



Павел ДОВБНЯ,
руководитель направления,
Ценовой центр АО «ДОМ.РФ»



Юлия КУРБАТОВА,
руководитель направления,
Сопровождение сделок,
Секьюритизация АО «ДОМ.РФ»

ИЦБ ДОМ.РФ: опыт 2021 года

В первой части статьи анализируется статистика темпов досрочных погашений пулов закладных, находящихся в обеспечении стандартизованных однотраншевых облигаций с ипотечным покрытием и поручительством АО «ДОМ.РФ» (далее — ИЦБ ДОМ.РФ). Ожидаемый темп досрочных погашений является одним из ключевых параметров оценки ИЦБ ДОМ.РФ. На основе данных 2021 года делаются важные выводы об объемах выкупов дефолтных закладных, а также о соотношении между требуемой и максимально возможной доходностями будущих выпусков ипотечных облигаций. Вторая часть статьи посвящена механизму секьюритизации льготных программ ипотечного кредитования, который в 2021 году в рамках выпуска ИЦБ ДОМ.РФ был впервые опробован на российском рынке.

ЧАСТЬ 1. СТАТИСТИКА ПУЛОВ ЗАКЛАДНЫХ: ТРЕНДЫ И ОЖИДАНИЯ

В 2021 году ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» (далее — Ипотечный агент) было размещено 11 выпусков ИЦБ ДОМ.РФ на общую сумму 403 млрд рублей. Таким образом, совокупный объем выпусков ИЦБ ДОМ.РФ за пятилетнюю историю программы достиг 1.3 трлн рублей.

Статистический профиль ипотечных покрытий новых выпусков постепенно меняется с каждым годом. Так, средневзвешенная ставка по кредиту (WAC¹) в пулах закладных новых выпусков ежегодно снижалась вслед за снижением ставок по ипотеке на первичном и вторичном рынках (Таблица 1). Уменьшение выдержки² пулов на момент выпуска свидетельствует о постепенном ускорении процесса секьюритизации. В то же время показатели первоначального LTV, текущего LTV и текущего РТІ на момент размещения остаются на стабильном уровне в 66, 56 и 36% соответственно, тем самым демонстрируя высокое качество отобранных кредитов.

Одновременно со снижением WAC новых выпусков ИЦБ ДОМ.РФ в 2021 году произошел значительный рост средней на рынке ставки рефинансирования ипотеки: с 8% в начале 2021 года до более чем 10% годовых в начале 2022 года. На фоне роста ставки рефинансирования ипотеки

¹ От англ. weighted average coupon.

² Выдержка пула закладных на дату определяется как взвешенная по остаткам долга кредитов средняя разница между рассматриваемой датой и датой выдачи кредита.

Таблица 1. Выпуски ИЦБ ДОМ.РФ по годам

	Выпущено за год, млрд руб.	Кол-во выпусков за год, шт.	WAC*, % годовых	Выдержка, лет	Первонач. LTV на входе, %	Текущий LTV на входе, %	Текущий RTI на входе, %
2017	111	6	13.5	2.6	67	54	41
2018	136	5	11.2	2.3	66	54	39
2019	297	6	10.2	1.7	67	56	41
2020	371	12	9.6	2.0	66	55	34
2021	403	11	8.5	1.7	66	58	32
Всего	1319	40	9.9	1.9	66	56	36

* WAC и далее — средневзвешенные по объему выпусков за год

темپ досрочных погашений (CPR) пулов закладных ИЦБ ДОМ.РФ снижался с 30% годовых в первом квартале 2021 года до 20% годовых в четвертом. Цикл ускоренной амортизации ИЦБ ДОМ.РФ на фоне низких ставок, начавшийся в середине 2019 года, завершился (Рисунок 1).

Вследствие роста ставки рефинансирования десять из одиннадцати выпусков 2021 года (25 из 39 находящихся в обращении) на начало 2022 года имеют отрицательный стимул к рефинансированию и находятся на участке S-кривой¹ с уровнем CPR

13–15% годовых (Рисунок 2). Таким образом, в 2022 году ожидаются низкие темпы досрочных погашений, в большей мере сформированные частичными погашениями.

В 2021 году в пулах ИЦБ ДОМ.РФ наблюдался самый низкий за историю ИЦБ ДОМ.РФ темп выхода закладных в дефолт² CDR — 0.5% годовых (Рисунок 3). Это связано с двумя факторами. Во-первых, значительное количество дефолтов реализовалось спустя три месяца после локдауна весны 2020 года, после чего общий уровень кредитного риска заемщиков в портфеле

¹ Стимул к рефинансированию определяется как разница между WAC пула и текущей ставкой рефинансирования ипотеки. Подробнее о стимуле и S-кривой можно узнать в статье «Амортизация ИЦБ ДОМ.РФ: оценка и влияние досрочного погашения ипотеки» в выпуске Энциклопедии 2021 г., а также в разделе «Статистика» сайта ицб.дом.рф.

² Дефолтной признается закладная, в отношении которой срок неисполнения обязательства заемщика по внесению обязательного платежа в счет погашения основной суммы долга и/или выплаты процентов по обеспеченному ипотекой требованию составляет более чем 90 календарных дней.

Рисунок 1
CPR пулов закладных в обеспечении ИЦБ ДОМ.РФ

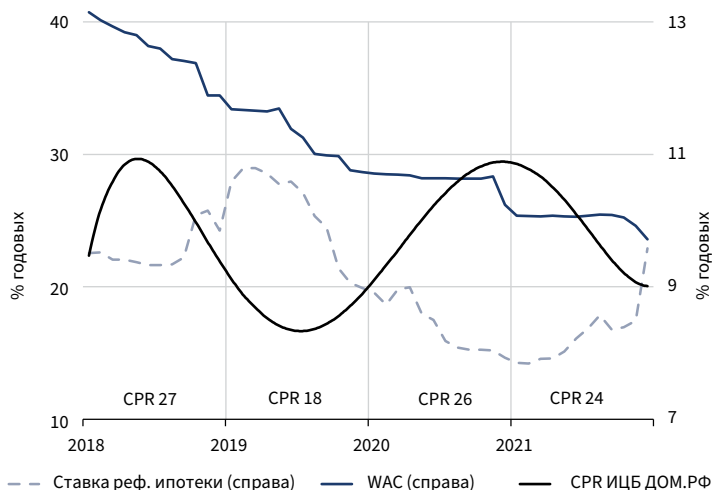
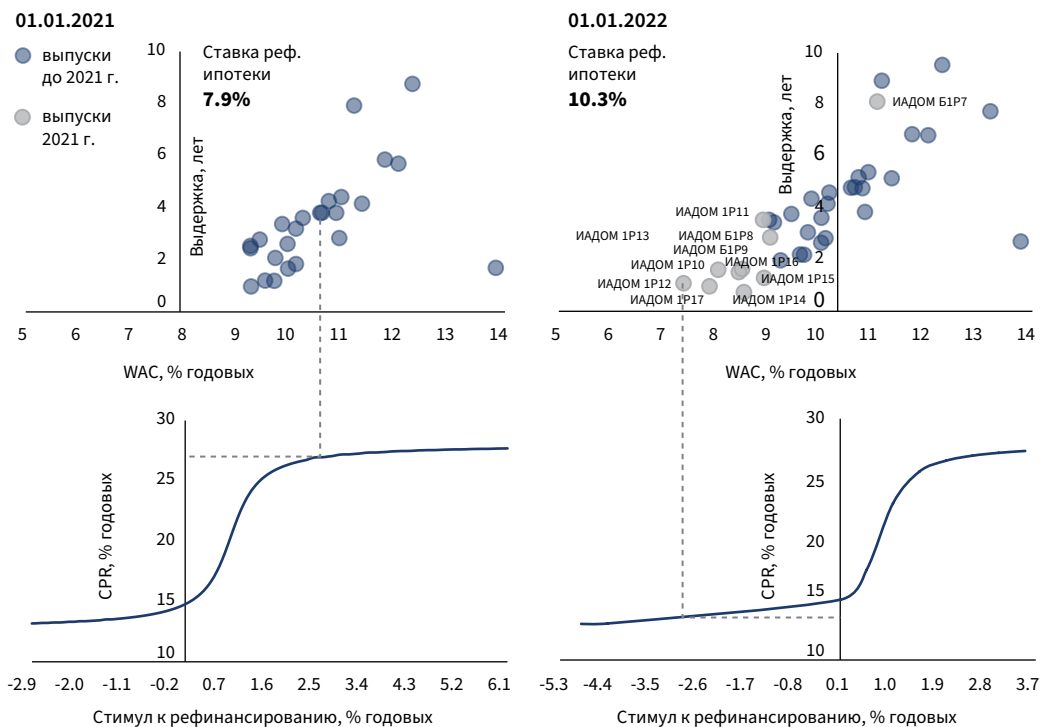


Рисунок 2. ИЦБ ДОМ.РФ и ставка рефинансирования ипотеки в начале 2021-го и 2022 годов



Ипотечного агента снизился. Во-вторых, в связи с уменьшением выдержки пулов новых выпусков ИЦБ ДОМ.РФ общая выдержка портфеля Ипотечного агента не меняется и на конец каждого года начиная с 2017-го остается на уровне 3 лет. Как следствие, совокупный портфель закладных Ипотечного агента удерживается на одном и том же участке теоретической винтажной кривой дефолтности, на котором в относительно спокойный период значение CDR сохраняется около 0.6% годовых (см. 2018–2019 годы на Рисунке 3). Иными словами, CDR совокупного портфеля закладных Ипотечного агента остается на одном уровне в связи с тем, что пока еще низкий CDR по молодым пулам компенсирует уже более высокий CDR по выдержанным пулам.

Не менее важной качественной статистикой рынка секьюритизации в России является соотношение между максимальной возможной и требуемой доходностями потенциальных выпусков ипотечных облигаций. На Рисунке 4 видно, что в нача-

ле 2022 года средняя ставка по ипотеке, выданной в первой половине 2021 года, составляет около 8.3% годовых¹. Это значение демонстрирует примерный уровень ставок по значительной доле кредитов, доступных для секьюритизации в начале 2022 года. Максимальная доходность ИЦБ ДОМ.РФ, которую может обеспечить данный уровень ставок по ипотеке, составляет около 7.3% годовых². В то же время в начале 2022 года требуемая доходность по ИЦБ ДОМ.РФ на горизонте стандартной для новых выпусков дюрации 3 года превышает 10% годовых (значение КБД Московской биржи в точке 3 года + G-спред

¹ Здесь и далее в целях корректного сравнения все значения ставок и доходностей представлены в терминах годовой капитализации процентов.

² Значение получено путем вычитания из 8.3% годовых условных 100 б. п. расходов Ипотечного агента, включающих расходы на поручительство ДОМ.РФ и основной сервис закладных.

80–100 б. п.). Вследствие этого ожидается, что в 2022 году наиболее выгодной стратегией секьюритизации для банков станет балансовая операция замены пула закладных на выпуск ИЦБ в целях повышения ликвидности и управления капиталом.

ЧАСТЬ 2. ОПЫТ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЛЬГОТНЫХ ПРОГРАММ

В 2021 году ДОМ.РФ разработал механизм секьюритизации кредитов, выданных в рамках государственных льготных программ. Данные программы предусматривают снижение ставки для заемщика за счет возмещения банку-кредитору недополученного дохода из бюджета РФ. Сумма возмещения определяется плавающей ставкой, изменения которой следуют за изменениями ключевой ставки Банка России (далее — ключевая ставка). В отношении большинства государственных льготных программ предусмотрено лимитирование их объема и, соответственно, распределение лимита между кредиторами. Утилизация лимита осуществляется в момент выдачи кредита первоначальным кредитором и далее не восполняется при продаже кредита, в том числе ипотечному агенту, при этом возмещение по программе начинает транслироваться новому владельцу.

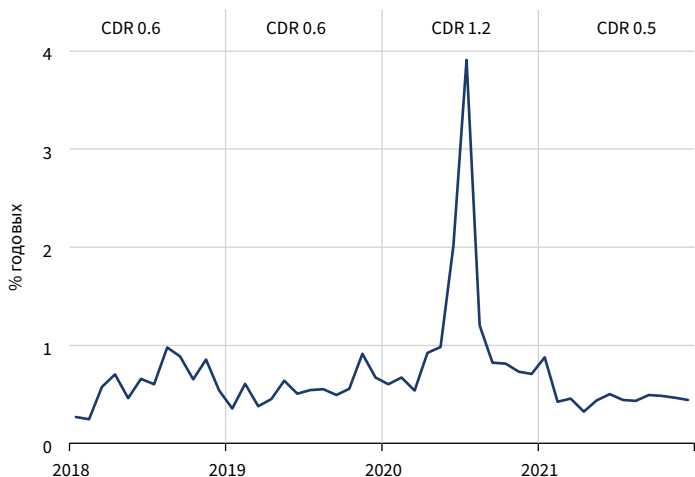
Для тестирования механизма было сформировано ипотечное покрытие, полностью состоящее из закладных, которые были выданы по программе Семейная

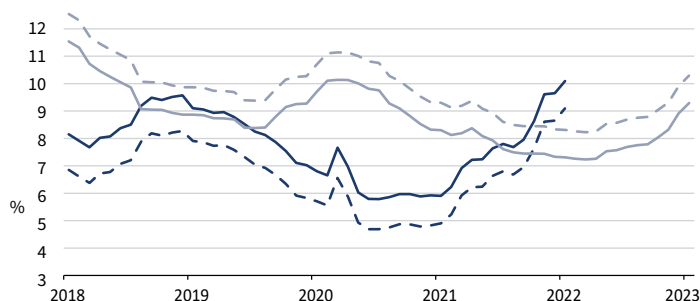
ипотека¹. На основе данного покрытия в ноябре 2021 года проведено размещение выпуска ИЦБ ДОМ.РФ с новым для рынка ипотечных облигаций типом купона: ставка купона в каждую ежемесячную выплату по облигациям определяется как сумма значения ключевой ставки на начало предыдущего месяца и определенной на момент размещения фиксированной части.

Кроме того, среди ИЦБ ДОМ.РФ это первый выпуск, верифицированный в качестве социального и соответствующего принципам социальных облигаций (SBP) Международной ассоциации рынков капитала (ISMA). Для получения независимого заключения рейтингового агентства о признании выпуска облигаций соответствующим стандартам ISMA необходимо доказать, что выпуск отвечает принципам социальных облигаций. В целях соответствия выпуска данным критериям были проработаны подходы к оценке и отбору закладных, подготовке и публикации отчетности, внесен ряд изменений в эмиссионную документацию. ДОМ.РФ также утвердил концепцию социальных облигаций с ипотечным покрытием,

¹ Семейная ипотека — льготная программа ипотечного кредитования, реализуемая в рамках федерального проекта «Финансовая поддержка семей при рождении детей» национального проекта «Демография», в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 30.12.2017 № 1711.

Рисунок 3
CDR пулов закладных
в обеспечении
ИЦБ ДОМ.РФ





- средняя ставка по ипотеке, выданной 1 год назад, новостройка и вторичный рынок (в терминах годовой капитализации)
- максимальная доходность по ИЦБ, которую может обеспечить данная ставка (ставка за вычетом 100 б. п. расходов И. А.)
- требуемая доходность ИЦБ ДОМ.РФ при размещении (значение КБД + G-спред, к сегодняшнему дню сократившийся до 100 б. п.)
- среднее за месяц значение КБД в точке 3 года (стандартная дюрация ИЦБ ДОМ.РФ на момент размещения)

Рисунок 4
Соотношение максимально возможной и требуемой доходностей потенциальных выпусков

в которой описываются возможные критерии отбора закладных для выпуска социальных облигаций¹.

Формула расчета ставки купона

Процентные поступления по кредитам, выданным в рамках программы Семейная ипотека, формируются из двух источников. Первую часть платит заемщик по фиксированной процентной ставке, установленной кредитным договором (далее — Ставка КД). Вторая часть — это надбавка к Ставке КД, выплачиваемая из средств федерального бюджета РФ (далее — Надбавка). Размер Надбавки зависит от размера ключевой ставки и вычисляется² как разница между ключевой ставкой, увеличенной на 3, 4 или 5 п. п.³, и Ставкой КД. Несмотря на то что в рамках Семейной ипотеки фактическая Ставка КД может быть ниже 6% (для повышения конкурентной привлекательности кредиторами применяются различные опции, снижающие ставку), для рас-

чета размера Надбавки значение Ставки КД не может быть меньше 6% годовых:

Надбавка % год. = ключевая ставка % год. + {3.4 или 5} % год. – max (6%, Ставка КД) % год.

В целях единообразия и упрощения расчетов ипотечное покрытие для выпуска ИЦБ ДОМ.РФ было собрано из кредитов со Ставкой КД меньше либо равной 6% годовых, а также имеющих одинаковую формулу расчета Надбавки:

Надбавка % год. = ключевая ставка % год. + 4% год. – 6% год. = ключевая ставка % год. – 2% год.

Получение Надбавки связано с фактическим поступлением платежей от заемщика. Если заемщик допускает просрочку по кредиту, то Надбавка может быть получена только тогда, когда платежи по закладной возобновятся. Как следствие, условиями выпуска предусмотрено, что при выкупе ДОМ.РФ закладной в качестве дефолтной⁴ Ипотечный агент утратит право на получение Надбавки за период отсутствия по ней платежей, а право ее получения в случае, если заемщик возобновит платежи, перейдет новому кредитору. Поступление кредитором средств от обращения взыскания на предмет ипотеки не приводит к получению Надбавки.

¹ Концепцию социальных облигаций с ипотечным покрытием ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» можно найти по ссылке: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=36731&type=1>.

² Надбавка определяется ежемесячно, при этом используется значение Ключевой ставки на начало месяца, в котором поступил платеж заемщика.

³ Значение, используемое в расчете, определяется в зависимости от типа предмета ипотеки и периода выдачи кредита.

⁴ В дополнение к предоставленному поручительству по выпуску облигаций ДОМ.РФ осуществляет выкуп дефолтных закладных из ипотечного покрытия.

На Рисунке 5 схематично изображена логическая последовательность получения формулы, согласно которой ежемесячно рассчитывается ставка купона по выпущенным облигациям. Описанный выше принцип формирования процентных поступлений по пулу за вычетом расходов Ипотечного агента, в которые входят в том числе поручительство ДОМ.РФ и сервис закладных, путем несложных арифметических операций однозначно определяет максимально допустимый данным ипотечным покрытием ежемесячный уровень ставки купона (ключевая ставка + 1.9% годовых). Превышение максимально возможной фиксированной части ставки купона над итоговой (0.65% годовых) позволило оригинатору закладных продать пул с премией.

Итоговое значение фиксированной части ставки купона 0.65% годовых выставлено с целью обеспечения модельного Z-спреда 70 б. п. при размещении по номинальной стоимости. Значение фиксированной части было установлено в ходе открытого сбора заявок. Более детально ценовые характеристики выпуска можно изучить в Калькуляторе ИЦБ ДОМ.РФ (далее — Калькулятор), доступном на сайте ицб.дом.рф.

Неравенство между фиксированной частью и модельным спредом связано с тем, что форма кривой бескупонной доходности Московской биржи (далее — КБД), по которой с добавлением Z-спреда дисконтируется ожидаемый денежный поток, отличается от формы кривой форвардных значений ключевой ставки, согласно которой моделируется плавающая часть ставки купона. Форвардная кривая ключевой ставки в Калькуляторе рассчитывается на основе данных Bloomberg по котировкам процентных свопов на ключевую ставку с учетом ожидаемого графика заседаний ЦБ по вопросам денежно-кредитной политики.

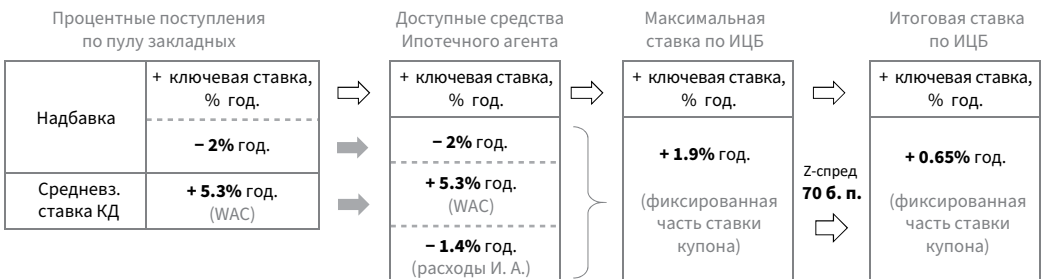
Преимущества выпуска ИЦБ с плавающей ставкой купона

Секьюритизация льготных программ ипотеки обладает целым рядом преимуществ как для инвесторов, так и для originаторов. Прежде всего, у облигаций со ставкой купона, привязанной к ключевой ставке, низкий уровень процентного риска. В связи с тем что форвардная кривая ключевой ставки, как правило, находится на одном уровне с КБД, текущая рыночная цена таких облигаций практически не уходит от номинальной¹. Данное свойство минимизирует влияние опциона досрочного погашения и существенно снижает зависимость цены от модельных уровней CPR. Таким образом, подобные выпуски облигаций являются привлекательными для диверсификации портфеля бумаг с фиксированной доходностью.

В случае продажи пула секьюритизация льготных программ позволяет originатору не фиксировать убыток по закладным даже в самых напряженных условиях роста рыночных ставок. В случае замены пула на ИЦБ ДОМ.РФ, помимо стандартных преимуществ в виде расширения возможностей по управлению балансом, снижения налоговой нагрузки, а также существенного роста ликвидности, в том числе за счет возможности привлечения краткосрочного фондирования посредством сделок РЕПО, originатор также сохраняет описанные выше преимущества для инвестора.

¹ Отклонения цены от номинальной возможны в двух случаях: во-первых, если форма форвардной кривой ключевой ставки существенно расходится с формой КБД; во-вторых, если текущий рыночный Z-спред значительно отличается от установленной при размещении фиксированной части ставки купона. Оба случая достаточно редки и характерны для крайне нестабильной рыночной конъюнктуры.

Рисунок 5. Определение ставки купона по ИЦБ ДОМ.РФ (секьюритизация Семейной ипотеки)





Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
директор по рейтингам
структурированного финансирования,
АО «Эксперт РА»

Павел КАШИЦЫН,
младший директор по рейтингам
структурированного
финансирования,
АО «Эксперт РА»



Почему нужно было секьюритизировать ипотеку вчера?

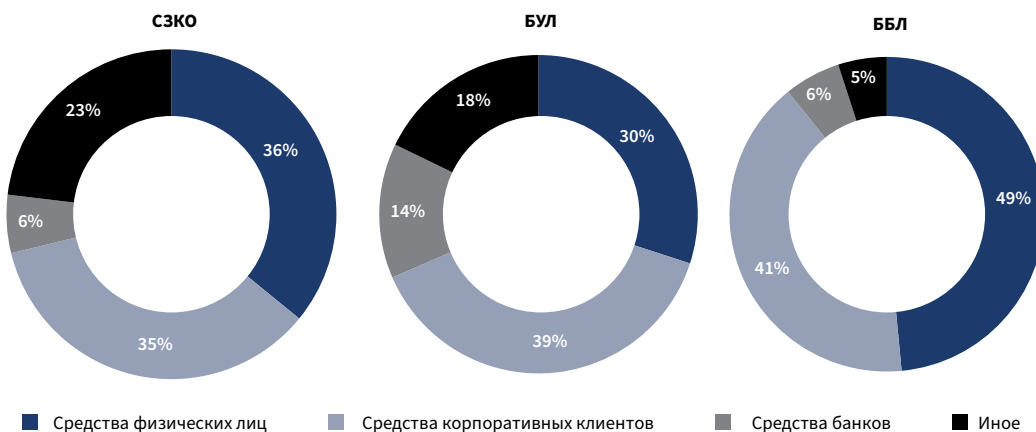
Сегодня банки с большой долей ипотеки в активах оказались в ситуации «процентных ножниц»: долгосрочные активы на фоне роста стоимости фондирования становятся убыточными. С июня 2020 года по сентябрь 2021 года банки выдали рекордный объем несубсидируемой ипотеки в объеме 4.1 трлн рублей по ставкам меньше 8.5% годовых, что ниже значений ключевой ставки на конец 2021 года. Несмотря на то что управление процентным риском по ранее выданным низкодходным ипотечным портфелям уже выглядит запоздалым, ожидаемый дальнейший рост ставок на краткосрочном горизонте сохраняет актуальность задачи.

Секьюритизация является одним из наиболее эффективных способов управления активами и пассивами, позволяя зафиксировать маржинальность портфеля и синхронизировать график его погашения с целевым источником фонди-

рования, а также осуществить продажу портфеля без потери клиентской базы. Особое преимущество многотраншевой секьюритизации в текущих условиях заключается в возможности рефинансировать активы со ставкой ниже актуальных рыночных уровней, управляя размером младшего транша. Что не так с ипотекой?

Последние годы на рынке происходит настоящий ипотечный бум. И хотя во многом он возник благодаря льготной субсидируемой государством ипотеке, большая часть ипотечных активов на балансах банков выдана по рыночным программам с фиксированной ставкой. В 2020 году Банк России понизил ключевую ставку до исторически минимального значения 4.25% в ответ на коронакризис, что дало возможность банкам в свою очередь снизить ипотечные ставки до рекордно низкого уровня. В 2021 году произошел разворот тренда по ставкам: с 4.25% в марте 2021 года ключевая ставка выросла до 8.5% к концу 2021 года. Чув-

Рисунок 1. Около 70–90% в структуре обязательств банков приходится на счета и депозиты частных и корпоративных клиентов¹



Источник: «Эксперт РА», по данным Ассоциации банков России

ствительность смены курса усилена тем, что ранее предшествовал двухлетний период непрерывного уменьшения стоимости кредитных средств: предыдущий пик был в июне 2021 года на уровне ключевой ставки в 7.75%. На дату подготовки статьи (февраль 2022 года) ключевая ставка выросла до 9.5%. При этом текущие уровни ставок не предел, и есть основания ожидать дальнейшего повышения стоимости заимствования в течение 2022 года.

Эффект от повышения ключевой ставки транслируется в стоимость пассивов банков с определенным временным лагом. Основными источниками фондирования банков примерно в равной пропорции являются средства на счетах и депозиты корпоративных клиентов и населения, суммарно занимающие 70–90% всех обязательств (Рисунок 1). Доля краткосрочных средств превалирует: на 01.10.2021 их доля в средствах физических лиц составила 66%, а в средствах корпоративных клиентов еще выше — 69% (Рисунок 2). При этом у вкладчиков — физических лиц есть возможность досрочно снять средства с любых вкладов и переложить их на депозиты с более высокой ставкой (в некоторых случаях с потерей начисленных процентов).

По итогам 2021 года банки отчитались о рекордных прибылях и росте кредитных портфелей на фоне незначительно

снизившейся за 2021 год процентной маржи (с 4.5% до 4.2%). Тем не менее есть основания полагать, что сокращение ЧПМ в 2022 году продолжится из-за опережающего роста стоимости фондирования, в первую очередь по вкладам физических лиц, на которой в полной мере реализуется отложенный эффект повышения ключевой ставки. Основными источниками убытков станут долгосрочные активы, в первую очередь ипотечные портфели, выданные по рыночным программам в 2020–2021 годах. С июня 2020 года по сентябрь 2021 года, в период наиболее низких ставок, банки выдали рекордный объем рыночной (не субсидируемой) ипотеки в объеме 4.1 трлн рублей. При этом средние ставки находились на уровне ниже текущих значений ключевой ставки Банка России. Средние ставки выдачи ипотеки по рыночным программам составляли около 8.1% для первичной ипотеки и программ рефинансирования и 8.3% для вторичного рынка (Рисунок 3). Ипотека при этом стала еще более долгосрочной: контрактный средневзвешенный срок ипотечных портфе-

¹ СЗКО — системно значимые кредитные организации, БУЛ — банки с универсальной лицензией за исключением СЗКО, ББЛ — банки с базовой лицензией.

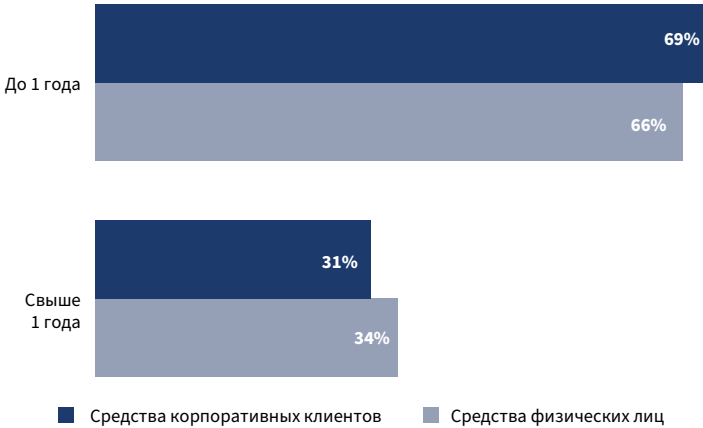


Рисунок 2
Краткосрочные пассивы преобладают в структуре привлечения банков
Источник: «Эксперт РА», по данным Ассоциации банков России

лей вырос на 3 года с 17.9 лет на начало 2020 года до 20.9 на 01.11.2021, в то же время снизились темпы досрочного погашения на фоне роста ставок и снижения реальных доходов населения. Тем не менее около 20% текущего портфеля крупнейших банков (Рисунок 4) приходится на ипотеку по льготным программам, по которой для банков отсутствует процентный риск за счет наличия государственной субсидии, компенсирующей пониженную ставку с учетом фактических значений ключевой ставки. С учетом этого агентство оценивает, что объем низкомаржинальных (со ставками менее 8.5%) ипотечных кредитов на балансах банков,

наиболее чувствительных к повышению процентных ставок, составляет не менее 3.5 трлн рублей.

По состоянию на январь 2022 года средние процентные ставки по новым вкладам (без учета затрат на отчисления в АСВ и Фонд обязательных резервов, которые добавляют в среднем 0.7% к эффективной ставке привлечения) составили 7.7% годовых. Банки с большой долей ипотеки в активах оказались в ситуации «процентных ножниц», когда спред между ставкой по банковским активам и ставкой привлечения сокращается и портфели, выданные в период действия низких ставок, становятся убыточными.

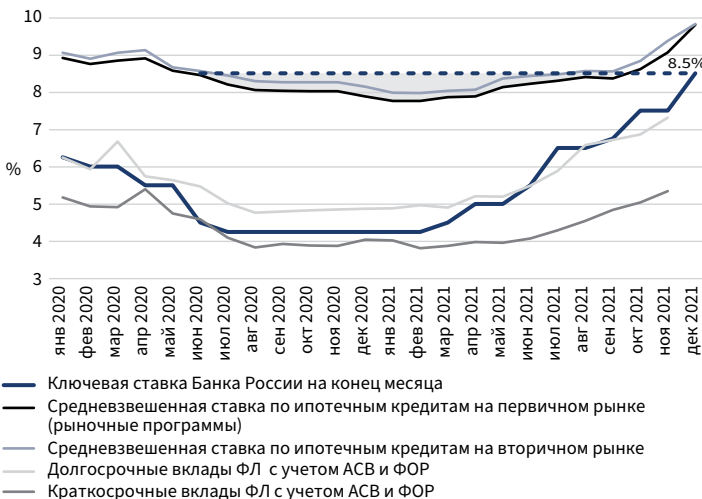


Рисунок 3
Текущая ключевая ставка выше значений ставок по рыночным программам ипотеки, выданной в период с июня 2020 года по сентябрь 2021 года
Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России и Frank RG

В новейшей истории кредитования России, помимо текущего периода роста ставок, мы несколько раз могли наблюдать реализацию процентного риска при резком росте ставок привлечения — в 2008–2011 годах и в 2014–2015 годах. Если вспомнить кризис 1998 года и менее масштабный «кризис доверия» 2004 года, можно сделать выводы об определенной регулярности возникновения периодов резкого роста и снижения процентных ставок в текущих макроэкономических условиях. «Процентные ножницы» возникают и в случае, если в пассивах банков преобладают дорогие длинные пассивы при снижающихся процентных ставках по активам, именно поэтому выравнивание активов и пассивов по длине является ключевой задачей для управления маржинальностью ипотечных портфелей.

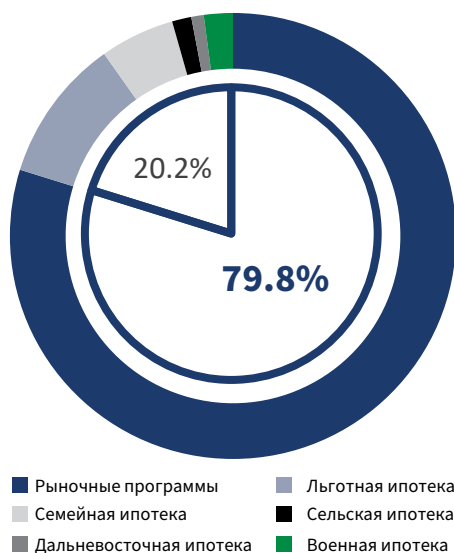
Управление процентным риском по ранее выданным низкодоходным ипотечным портфелям в текущей ситуации уже выглядит запоздалым, тем не менее ожидаемый дальнейший рост ставок на краткосрочном горизонте сохраняет актуальность задачи. Несмотря на долгосрочные прогнозы по снижению процентных ставок, банкам целесообразно рассмотреть вариант фиксации процентного риска по новым ипотечным портфелям — ожидаемое уменьшение стоимости депозитов может не оказать достаточного положительного эффекта на маржинальность портфеля на фоне параллельного роста досрочных погашений и рефинансирования ипотеки.

КАК ИЗБЕЖАТЬ «ПРОЦЕНТНЫХ НОЖНИЦ»?

Для кредитных организаций существует несколько способов снизить процентные риски, возникающие из-за разницы стоимости и срочности активов и пассивов, в том числе:

- кредитование по плавающей ставке;
- привлечение фондирования под долгосрочные активы с сопоставимой срочностью;

Рисунок 4. Рыночные программы занимают около 80% в структуре ипотечного портфеля 20 крупнейших банков на 1 января 2022 год



Источник: «Эксперт РА», по данным Frank RG и ДОМ.РФ

- процентные свопы;
- продажа долгосрочных активов;
- секьюритизация.

Далеко не все они используются в ипотечном кредитовании, однако их разумная комбинация может стабилизировать процентную маржу ипотечных портфелей. Далее рассмотрим основные особенности приведенных выше способов снижения зависимости от процентного риска.

КРЕДИТОВАНИЕ ПО ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКЕ

Помимо того, что кредитование по плавающим ставкам дает возможность кредитору полностью или частично переложить процентные риски на должников, оно также снижает уровень досрочных погашений, делая фактические платежные графики в большей степени соответствующими плановым.

Тем не менее, несмотря на положительные стороны такого кредитования для банков, основной негативный фактор — это возможный рост кредитного риска ввиду увеличения платежной нагрузки на заемщика. В ряде стран, таких как Индия, Япония, Франция, Бельгия, этот риск снижают тем,

что при изменении плавающей ставки корректируется не ежемесячный платеж, а срок кредитования. Если же по кредиту предусмотрена возможность изменения ежемесячного платежа, то в некоторых случаях ставка, а вместе с ней и ежемесячный платеж фиксируются на первоначальном этапе кредитования (до 2 лет), а затем становятся плавающими в зависимости от рыночного индикатора. Такой подход позволяет снизить процентный риск для кредитора и уменьшить потенциальную возможность роста кредитного риска, поскольку значительная часть основного долга по кредиту погашается на первоначальном этапе.

В России кредитование по плавающей ставке преобладает в сегменте юридических лиц (доля рублевых кредитов нефинансовым организациям по плавающим ставкам составляет 34%) и фактически не применяется в ипотечном кредитовании (менее 0.1% в общем объеме ипотечных жилищных кредитов)¹. При этом для банков аналогом плавающей ставки выступают субсидируемые государством льготные программы кредитования (в общем ипотечном портфеле около 20% на конец 2021 года), в которых «плавающую» часть процентов субсидирует государство. Совокупная процентная ставка по государственным льготным программам обычно формируется по формуле: Ключевая ставка Банка России + Фиксированный процентный спред. При этом заемщик выплачивает кредитору фиксированную процентную ставку, а остаток кредитор получает от государства через программы субсидий.

Банк России с настороженностью относится к перспективам кредитования физических лиц по плавающим ставкам, ссылаясь на опыт валютной ипотеки и опасаясь перехода процентного риска в кредитный. Банк России в марте 2021 года выпустил Доклад для обще-

ственных консультаций «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании»², в котором отразил возможные варианты подходов к регулированию ипотечных кредитов с плавающими ставками. Все предложенные меры касаются ограничения объемов такого кредитования или его строгого регламентирования:

- 1) полный запрет кредитования физических лиц по плавающим ставкам;
- 2) введение законодательных ограничений на величину изменения параметров кредита (платеж и срок) по кредитам с плавающей ставкой;
- 3) наделение Совета директоров Банка России полномочиями вводить количественные ограничения кредитования по плавающим ставкам;
- 4) ограничение круга заемщиков, которые смогут получать кредиты по плавающим ставкам;
- 5) введение дополнительных макропруденциальных надбавок для кредитов с плавающей ставкой;
- 6) изменение порядка расчета показателя долговой нагрузки (ПДН) для кредитов с плавающими ставками.

Имея такой настрой регулятора и осознавая наличие повышенных кредитных рисков, банки пока не стремятся наращивать портфели кредитов физическим лицам по плавающим ставкам на рыночных условиях, увеличивая вместо этого выдачу ипотечных кредитов по государственным программам с субсидируемой ставкой.

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ФОНДИРОВАНИЯ СОПОСТАВИМОЙ СРОЧНОСТИ ПОД ДОЛГОСРОЧНЫЕ АКТИВЫ

Доступ к долгосрочному фондированию по приемлемой стоимости имеют только банки с высоким кредитным рейтингом, поэтому такой вариант доступен ограни-

¹ Доклад Банка России для общественных консультаций «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании», https://cbr.ru/Content/Document/File/118795/Consultation_Paper_03032021.pdf

² Доклад Банка России для общественных консультаций «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании», https://cbr.ru/Content/Document/File/118795/Consultation_Paper_03032021.pdf

ченному числу участников рынка. Средний срок облигаций банков до погашения по объему в обращении составляет 3.4 года, при этом на долю банков с государственным участием приходится более 75%¹.

Кроме того, долгосрочные пассивы по срочности погашения не синхронизированы с длинными активами, по которым заемщики имеют возможность осуществлять досрочные погашения. Таким образом, даже для банков с высокими кредитными рейтингами привлечение долгосрочного фондирования не снимает полностью процентные риски и требует постоянного активного управления пассивами для их синхронизации с долгосрочными активами как по стоимости, так и по срочности погашения.

Одним из вариантов привлечения такого фондирования могут быть балансовые ипотечные облигации, выпуск которых обеспечен законодательно выделенным из конкурсной массы залогом ипотечного покрытия. Пик популярности таких бумаг пришелся на период до 2015 года. По данным ДОМ.РФ², по состоянию на 1 декабря 2021 года в обращении находятся 20 млрд

рублей балансовых ипотечных ценных бумаг (3% от общего объема ипотечных ценных бумаг в обращении).

ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

Процентный своп является одним из возможных производных финансовых инструментов, позволяющих снизить процентные риски. В основном процентные свопы заключаются СЗКО с нерезидентами, НФО или дочерними иностранными банками. Основной целью является переверт ставки по обязательствам из плавающей в долгосрочную фиксированную, что обусловлено большой долей краткосрочных пассивов и долгосрочных активов в срочной структуре балансов банков.

По данным Банка России³, в апреле 2021 года объем сделок по номиналу контракта по рублевым свопам превысил 7 трлн рублей. При этом в 2019 году объем таких сделок составлял лишь 2.1 трлн рублей, максимально увеличившись в 2020 году — с 3.3 до 6 трлн рублей. Банк России не приводит детализацию этого рынка по срокам заключения контрактов, однако с учетом сильной турбулентности процентных ставок можно сделать вывод

¹ По данным www.cbonds.ru на 01.02.2022.

² Аналитический отчет ДОМ.РФ, «Обзор рынка ипотечных облигаций в ноябре 2021 года», <https://xn--90an6b.xn--d1aqf.xn--p1aj/upload/iblock/c13/2yr78fpmhdwscop1ejcvadg8ybprweymn8.pdf>

³ Информационно-аналитический материал Банка России, «Рынок производных финансовых инструментов: тенденции и риски», https://cbr.ru/Content/Document/File/126537/instruments_market_20210929.pdf

Рисунок 5
Циклы периодов роста и снижения ставок в 2001–2021 годах
Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России



о том, что их условия не всегда являются выгодными для плательщиков фиксированной «ноги», что во многом сдерживает дальнейшее развитие этого рынка.

ПРОДАЖА ДОЛГОСРОЧНЫХ АКТИВОВ

Продажа долгосрочных кредитов, при которой займы переуступаются через короткий период времени после их выдачи, является одной из возможных бизнес-моделей с целью фиксации прибыли и ухода от процентных рисков. Несмотря на очевидные выгоды такой стратегии, у нее есть ряд минусов. Основной проблемой является поиск инвесторов, которые готовы предложить за пул долгосрочных кредитов рыночную справедливую цену. Поскольку условия кредитного договора в отличие от облигации не являются стандартизированными, круг инвесторов существенно уже. При этом чаще всего переуступаются кредиты со ставками выше среднерыночных, которые формируют прибыль при продаже, поскольку реализовывать активы с дисконтом, фиксируя убытки и ухудшая финансовые показатели, для продавца обычно нецелесообразно. Кроме того, при продаже кредита первичный кредитор теряет лояльность заемщика, а значит, возможность заработать на кросс-продажах других банковских продуктов, что также снижает итоговую прибыль.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Секьюритизация долгосрочных активов в отличие от их продажи предоставляет доступ к широкому кругу инвесторов, в том числе не только институциональных, но и розничных. Меры кредитного усиления, используемые в сделках, дают возможность снижать эффективную стоимость фондирования и секьюритизировать более широкий класс активов, к которым помимо классических целевых ипотечных кредитов относятся и долгосрочные потребительские кредиты под залог недвижимости.

Секьюритизация позволяет банку-оригинатору разгрузить капитал в размере старших облигаций. Для достижения эффекта разгрузки капитала должны выполняться требования Положения 1 647-П¹ Банка России, ограничивающие влияние оригинатора на портфель после его продажи в ча-

¹ Положение Банка России от 4 июля 2018 г. 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».

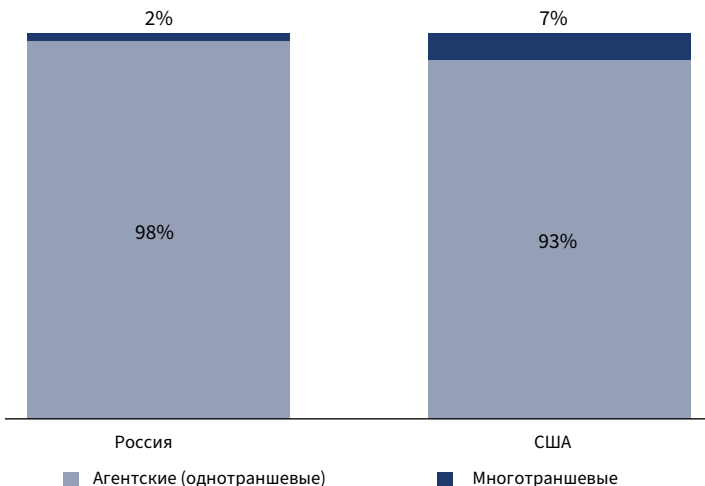


Рисунок 6
Распределение агентских и однотраншевых ипотечных облигаций, выпущенных в 2021 году

Источник:
«Эксперт РА», по данным ДОМ.РФ, Sifma

сти, например, максимального размера субординированного кредита, выдаваемого эмитенту для оплаты покупки части портфеля (не более 35%), лимита на колл-опцион эмитента (не выше 10% от номинала облигаций), отсутствия обязательств предоставления финансовой помощи эмитенту и обратному выкупу проблемных кредитов. Однотраншевые выпуски ипотечных ценных бумаг с поручительством АО «ДОМ.РФ» имеют также льготный риск-вес 20% в случае, если не входят в торговый портфель банка. Кроме того, секьюритизация, в зависимости от выбранной структуры, дает возможность банкам как фиксировать прибыль в момент уступки актива, так и получать плавающий доход (процентную маржу по кредитам) на горизонте его жизни.

Недостатком секьюритизации по сравнению с продажей долгосрочных активов является необходимость несения затрат на инфраструктуру, связанную с выпуском облигаций, обеспеченных пулом секьюритизируемых активов. Тем не менее при достаточном объеме выпуска эти расходы компенсируются за счет более низкой стоимости фондирования. Также экономию можно достичь через объединение портфелей нескольких банков и осуществление мультиоригинаторной сделки.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ПЕРСПЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫМ РИСКОМ

Развитие российского рынка ипотечной секьюритизации идет по пути североамериканской модели, при которой большую часть рынка занимают однотраншевые ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) с поручительством государственной корпорации в лице АО «ДОМ.РФ», при этом определенную долю рынка занимают многотраншевые выпуски ИЦБ (Рисунок 6).

Секьюритизация в целом дает возможность участникам рынка с невысоким кредитным рейтингом привлечь фондирование по стоимости, сопоставимой с крупнейшими надежными эмитентами с G-спредами к ОФЗ на уровне 1–2 п. п. Высокая надежность таких вы-

пусков обеспечивается за счет дополнительного кредитного усиления в виде перепокрывтия выпуска базовыми активами или поручительства государственной корпорации.

Однотраншевые ИЦБ на данный момент обладают большей ликвидностью по сравнению с многотраншевыми выпусками. Это связано как с регулятивными преференциями, наличием якорного инвестора в лице АО «ДОМ.РФ», так и с их большей стандартизацией, что облегчает инвесторам оценку их стоимости. Однотраншевые выпуски могут осуществляться и в случае, когда средневзвешенная ставка в портфеле базовых активов ниже рыночного купона. В этом случае оригинатор может фактически заменить на своем балансе закладные на ипотечные ценные бумаги с купоном ниже рыночного, повысив тем самым ликвидность активов и разгрузив капитал, однако процентные риски такая «переупаковка» не снижает.

Также в случае секьюритизации ипотеки, выданной по государственному субсидируемому программам, возможен выпуск ипотечных ценных бумаг с переменной ставкой купона, привязанной к ключевой ставке Банка России. Такие условия купона позволяют повысить привлекательность выпусков для инвесторов, снимая с них процентные риски. Примером подобного дебютного размещения стал выпуск облигаций БО-001Р-13 «ДОМ.РФ ИА» с плавающим купоном: ключевая ставка + 0.65% годовых.

В то же время многотраншевые ИЦБ обладают большей гибкостью. Такие выпуски дают возможность банкам секьюритизировать более широкий класс активов, например нецелевые кредиты под залог недвижимости, увеличивать дюрацию или фиксировать график погашения, проводя револьверные сделки. Кроме того, при однотраншевой секьюритизации пул активов должен обеспечивать выплату купона, поэтому средневзвешенная ставка активов за вычетом инфраструктурных расходов не должна быть ниже ставки купона по ИЦБ. В случае реализации «процентных ножниц», когда ставки на рынке выше, чем средние в ипотечных портфелях оригина-

Исходные данные для расчета

CDR, % годовых от портфеля	0.8%
Расходы, % годовых от портфеля	0.3%
Размер портфеля, млн рублей	10 000

Процентные поступления по портфелю активов

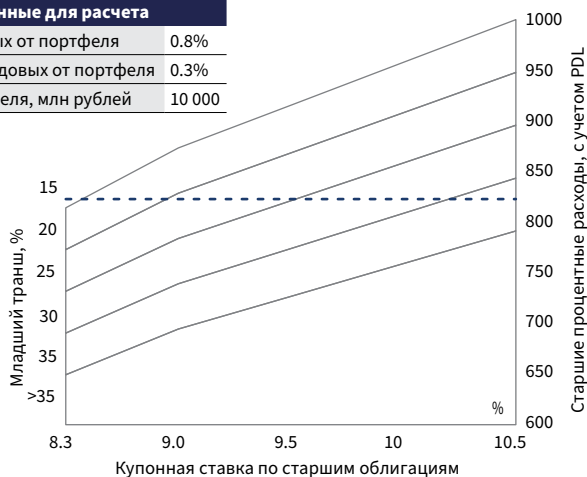


Рисунок 7
Зависимость старших расходов от размера младшего транша

Источник:
Расчеты «Эксперт РА»

торов, купон по одностраншевым ИЦБ будет ниже рыночного, что приведет к размещению бумаг с дисконтом. Этот дисконт повлечет одновременную фиксацию убытков оригинатором при уступке портфеля базовых активов. Одновременно с этим многотраншевые выпуски благодаря наличию перепокрытия за счет младшего долга дают возможность разместить облигации по номиналу. На Рисунке 7 приведен пример расчета минимального размера младшего транша при различных уровнях купонной ставки старших облигаций для портфеля ипотечных активов со средневзвешенной ставкой в разме-

ре 8.3% годовых. Например, для ставки купона 9.5% годовых размер младшего транша должен составлять не менее 25% от портфеля. Таким образом реализуется возможность рефинансирования ипотечного портфеля со ставками ниже текущего рынка.

Секьюритизация будет иметь наибольшую эффективность в случае, если она проводится на постоянной основе и с небольшим временным лагом после выдачи ипотечных займов, чтобы не допускать разрыв между ставками по ипотеке и ставками на облигационном рынке. В этом случае процентные риски первичного оригинатора будут сведены к минимуму.



Евгений БАРДАДИМ,
руководитель управления долгового
финансирования,
Азиатско-Тихоокеанский Банк (АО)

Михаил ПИЧУГИН,
начальник отдела правового
сопровождения расчетов
и ценных бумаг,
Азиатско-Тихоокеанский Банк (АО)



Мультиоригинаторные сделки ипотечной секьюритизации в России: особенности для оригинаторов

Первые мультиоригинаторные сделки¹ были реализованы еще в рамках программы мультиоригинаторной платформы АО «АИЖК» в 2015–2017 годах (далее — Проекты). Примерами сделок являются ЗАО «МИА 1», ЗАО «МИА 2». Коллеги из АО «АИЖК» (АО «ДОМ.РФ») заложили принципы организации и структурирования таких проектов в России. Среди рыночных размещений облигаций с ипотечным покрытием вне программ АО «ДОМ.РФ» можно выделить проект ООО «ИА Титан-3», в рамках которого не только было обеспе-

чено успешное размещение облигаций в 2021 году, но и предоставлялось промежуточное финансирование ипотечного агента². В данной статье мы постараемся кратко перечислить ключевые особенности таких сделок с точки зрения оригинаторов.

Экономия расходов. Начнем с того, что около 60% первоначальных расходов оригинаторов по проектам обычно на-

¹ Мультиоригинаторными называются сделки секьюритизации с участием нескольких банков-оригинаторов.

² Подробнее о промежуточном финансировании см. в статье «Промежуточное финансирование ипотечного агента в секьюритизации: практические вопросы», опубликованной в «Энциклопедии российской секьюритизации 2020».

прямо зависят от объема пула. Отсюда и первое преимущество Проектов, заключающееся в экономии части расходов, которые распределяются между несколькими участниками-спонсорами. Однако снижение не будет прямо пропорционально количеству участников из-за увеличения расходов на подготовку юридической документации и структурирование пока еще редкого вида сделок. Тем не менее степень экономии первичных расходов существенна и составляет более 30% в зависимости от количества участников, законтракованной доли каждого и размера самих вознаграждений. Рекомендуем не распределять расходы поровну по количеству первичных кредиторов, а делить расходы исходя из планируемой доли по остатку ссудной задолженности планируемого объема пула каждого в общем размере ипотечного покрытия (далее — ИП).

Особенности структуры. Одним из инструментов кредитной поддержки в рамках проектов является резервный фонд специального назначения (далее — РФСН). Рейтинговое агентство в процессе оценки учитывает общий размер фонда. Порядок формирования чаще всего предполагает единовременное создание за счет кредитных средств, предоставленных участниками. Однако возникает вопрос: в каком соотношении его сформировать? Самый простой и быстрый способ — это рассчитать размер в зависимости от доли в общем ипотечном покрытии. С учетом того что РФСН является целевым и предназначен для покрытия дефицита поступлений, возникших в том числе в результате просрочки по ипотечным закладным, более обоснованным является расчет на основе вклада в общий уровень риска. В рамках процедуры присвоения кредитного рейтинга в любом случае проводится анализ рисков портфелей. Это делает доступной информацию об исторической частоте наступления события «дефолт» и фактическом уровне потерь. Соответственно, при прочих равных, если стороны достигли согласия о применении такого подхода, доля участника с более высоким оценочным уровнем риска по пулу должна быть выше, чем доля другого originатора.

Как известно, в качестве инструмента для снижения рисков владельцев облигаций используется специальный режим распределения поступлений. Применяется

приоритизация «старших» расходов и обязательств, к которым относятся, например, оплата услуг управляющей компании и бухгалтерской организации, выплаты купона по выпуску облигаций класса «А» и др. Следующие, менее приоритетные статьи расходов исполняются по остаточному принципу. Применяется также субординация выплат по «младшим» классам облигационного займа класса «Б» по отношению к «старшему» долгу. Субординация означает, что номинал обязательств класса «А» гасится за счет поступивших по пулу средств в первую очередь, а иные, например класса «Б», только после них либо начиная с даты полного погашения «старших». При этом в случае отсутствия дефицита процентных поступлений допускается выплата купонного дохода по «младшим» ценным бумагам до полного погашения бумаг класса «А».

В рассматриваемых мультиоригинаторных сделках стандартные инструменты должны быть модифицированы и дополнены. Принцип обеспечения первоочередности более приоритетных расходов и обязательств потоком поступлений сохраняется, но возникает перекрестное возмещение дефицита поступлений по одному пулу за счет поступлений от других. В процессе разработки условий стороны сталкиваются в том числе со следующими вопросами:

- В каком порядке осуществлять «изъятие» поступлений по пулу одного участника для покрытия дефицита поступлений у другого?
- Каким образом учитывать перекосы в денежных потоках?

Основная часть обязательств обслуживается за счет общего потока, но портфели могут вести себя по-разному. Как следствие, дополнительно требуется разработка специального механизма восстановления размера РФСН и порядка взаиморасчетов.

Возьмем в качестве примера порядок использования поступлений в пользу погашения основного долга по ипотечному кредитному портфелю. Весь поток денежных средств, поступивших по всему портфелю в счет погашения долга, включая срочные (по графику) и досрочные платежи, в соответствии с режимом распределения обычно направляется на погашение номинала облигаций, в первую очередь класса «А». Объяснение этому простое: если бы соблю-

далась исходная пропорция в ИП для расчета направляемого на погашение потока, а избыток поступлений сверх исходной доли направлялся бы на погашение соответствующих «младших» позиций, то был бы нарушен принцип субординации долга. Если по портфелю 1 скорость досрочного погашения существенно выше, то в итоге значительно больше средств от портфеля originатора 1 будет потрачено на погашение тела «общего долевого»¹ обязательства в виде «старшего» выпуска. В определенный момент времени доля участия каждого своим потоком может оказаться существенно отличной от исходного соотношения портфелей в ИП. По данной причине в некоторых сделках на основании накопленных данных о поступлениях, учитываемых расчетным агентом в специальных регистрах, производятся корректировки и выплата компенсационных платежей. Данные взаиморасчеты применяются в определенных условиях: после полного погашения номинала облигаций класса «А» и только в пределах фактических поступлений по кредитным портфелям на балансе ипотечного агента в рамках конкретной сделки.

Смешение потоков возникает и в процессе распределения процентных поступлений в пределах сумм, необходимых для покрытия приоритетных статей расходов. Здесь важно определить, какие статьи считать таковыми, как эти статьи соотносятся между собой, как именно будет осуществляться «изъятие» доходов, каким образом и будет ли предусмотрена их компенсация, а также будут ли и в каком размере начисляться проценты за использование другой стороны средств по регистрам учета. Рекомендуются также открытие отдельных расчетных счетов и счетов ипотечного покрытия эмитента для раздельного обслуживания каждого из пулов в целях упрощения контроля² и снижения риска транзакционных ошибок. Условия распределения от проекта к проекту могут

отличаться, однако в общем их можно предположить, например, следующим образом:

1) до последней приоритетной статьи расходов используются доходы от всего портфеля;

2) в случае дефицита, например, по пулу 1 (пул-реципиент) в качестве источника могут быть также использованы средства из поступлений по основному долгу пула 1, а в случае их нехватки — соответствующие поступления по пулу 2;

3) ранее использованные суммы компенсируются пулу 2 (пул-донор) в следующем расчетном периоде при условии достаточности денежного потока пула 1;

4) производится пополнение резервных фондов, если того требуют условия решений о выпуске;

5) далее осуществляется учет процентов за пользование поступлениями от других пулов;

6) в конечном счете происходит определение остаточного размера средств, доступных для «младших» позиций за расчетный период, которые получит каждый originатор по отдельности в качестве кредитора и бенефициара по облигациям.

Как мы видим, на доходность «младших» облигаций каждого участника Проекта может оказать влияние качество портфеля закладных, проданного другими участниками, а также структура и условия распределения поступлений сделки. Влияние оказывается обоюдным, и впоследствии прямая зависимость величины дохода каждого originатора от поведения ранее проданного им портфеля, которая часто наблюдается в проектах на соло-основе, может ослабнуть. При умеренном, сравнимом уровне просроченной задолженности, сопоставимой динамике это влияние минимально. Однако при прочих равных, если по пулу одного участника за отдельный период наблюдается резкое ухудшение платежной дисциплины, то другой originатор потенциально может получить меньший купонный доход за тот же период даже в случае незначительного NPL 90+ по проданному им портфелю.

Впрочем, в рамках сделки портфели участников могут не только негативно повлиять на эффективность, но и оказать положительное влияние, взаимно дополняя друг друга, например, повысив общую ре-

¹ Применено условное обозначение.

² Наличие отдельных счетов также упрощает originаторам предоставление Банку России подтверждения целевого использования кредитных средств на формирование РФСН и оплаты соответствующих расходов ипотечного агента.

гиональную диверсификацию, увеличив суммарный избыточный спред по портфелю, что существенно скажется на уровне рейтинговой оценки «старшего» долга и требуемой доходности. Чтобы избежать неопределенности в части упомянутых последствий, требуется глубокий, всесторонний анализ на этапе оценки экономической целесообразности сделки.

Отражение в отчетности по МСФО. Далее кратко затронем вопросы включения ипотечного агента мультиоригинаторной сделки в консолидированную финансовую отчетность¹ банковской группы — оригинатора в соответствии с МСФО. Здесь будет использоваться публично доступная информация о принципах и критериях для консолидации предприятия с учетом стандарта 10². Для принятия решения о необходимости консолидации ипотечного агента (объекта инвестиций) с учетом стандарта 10 МСФО необходимо определить наличие контроля над объектом. Оригинатор контролирует ипотечного агента и обязан включить его в консолидированную отчетность в случае, если он одновременно:

1) обладает полномочиями и возможностью оказывать влияние на значимые виды деятельности;

2) имеет право на получение доходов (убытка) от объекта инвестиций или подвержен риску изменения доходов, которые варьируются в зависимости от показателей деятельности объекта;

3) обладает полномочиями и возможностью их применения для оказания влияния на получаемый им доход.

Опишем, выполняются ли, на наш взгляд, данные критерии для Проектов³ в целом,

¹ Консолидированная финансовая отчетность — это финансовая отчетность группы компаний, которая обязательна для составления в соответствии со стандартом 10 МСФО в случаях, когда одна организация контролирует другие предприятия.

² Кроме данного стандарта финансовой отчетности банки также сталкиваются с необходимостью принять решение о прекращении признания проданных активов по стандарту 39 (9) МСФО.

³ Обращаем внимание, что мы выражаем здесь свое мнение как оригинатора. Однако позиция аудиторов финансовой отчетности по данным вопросам может отличаться от представленной в данной публикации.

а не применительно к конкретным сделкам. Под полномочиями в нашем случае понимают оказание услуг по сопровождению ипотечных закладных после их продажи. Когда в проекте участвует один банк (агент по обслуживанию), то степень влияния на значимые виды деятельности обычно считается существенной. В рассматриваемом варианте каждый сервисер по отдельности не оказывает такого влияния. Что касается второго критерия, то тут вопрос более сложный, ведь банк-участник сохраняет право на получение купонного дохода по «младшим» бумагам, и его размер действительно частично зависит от введения портфеля проданных закладных. По третьему критерию из предыдущих разделов публикации можно сделать вывод, что участник единолично не может каким-либо образом оказать существенное влияние на доходность приобретенных им самим облигаций. Таким образом, как минимум два критерия для консолидации первый и третий не выполняются.

Почему особенностью таких проектов является учет по МСФО? Причина в том, что с 2013 года в России банки переходили на финансовую отчетность по международным стандартам. В регуляторной среде действуют также нормативы достаточности капитала банковских групп (Н20). Для многих средних и небольших банков «высвобождение» капитала в рамках расчета (Н1) на уровне отдельной организации может быть недостаточным. Рассматриваемые проекты, при прочих равных, по нашему мнению, увеличивают шансы «деконсолидации» ипотечного агента и прекращения признания банковской группой проданных в рамках сделки ипотечных закладных.

Юридические аспекты. Помимо финансовых аспектов извлечения доходности, участникам сделки также следует учитывать и правовые последствия реализации кредитного риска — дефолта эмитента (ипотечного агента). В данном случае законодательством устанавливается специальный порядок разделения реестров требований кредиторов, а именно требования кредиторов, владельцев облигаций с ипотечным покрытием будут составлять отдельный реестр и не будут включаться в предусмотренный законодательством

Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве) общий реестр требований кредиторов¹. Таким образом, при наступлении события — дефолта эмитента — произойдет «смешение» пулов оригинаторов в отдельном реестре, имущество которого (ипотечное покрытие) будет составлять отдельную от общего реестра, но единую для оригинаторов — владельцев облигаций конкурсную массу. При этом со дня вступления в силу решения арбитражного суда о признании эмитента несостоятельным (банкротом) и об открытии конкурсного производства будет запрещена замена прав требований, составляющих ипотечное покрытие. Непосредственно требования кредиторов, которые включены в отдельный реестр, будут удовлетворяться в той очередности, которая устанавливалась решением двух выпусков облигаций и более. Требования владельцев облигаций с ипотечным покрытием каждой очереди будут удовлетворяться после полного удовлетворения требований владельцев облигаций с ипотечным покрытием предыдущей очереди². В связи с этим установленная эмиссионной документацией субординация классов облигаций будет напрямую затрагивать последующие имущественные интересы владельцев конкретного класса при реализации риска дефолта эмитента (ипотечного агента).

В заключение хотелось бы напомнить, что успех того или иного проекта будет зависеть от детальной проработки всех существенных условий еще на начальной стадии. Поскольку любой Проект предполагает в первую очередь обсуждение всеми участниками коммерческих условий, рекомендуется заранее юридически обеспечить их конфиденциальность путем подписания соответствующих соглашений. В большинстве случаев оригинаторы, принципиально готовые к реализации Проекта на взаимовыгодных коммерческих условиях, стремятся юридически оформить сотрудничество путем заклю-

чения соответствующего соглашения о намерениях. В данном случае следует проявлять осмотрительность и учитывать, что при признании действий одной из сторон в процессе ведения переговоров недобросовестными³, другая сторона будет обязана возместить убытки. Поэтому при заключении соглашений о намерениях оригинаторам рекомендуется заранее определить, будут ли они возлагать на стороны конкретные обязательства и предусматривать последствия их неисполнения. Кроме этого, необходимо учитывать, что сведения о параметрах выпуска ценных бумаг эмитента относятся к инсайдерской информации⁴, неправомерное использование которой может повлечь за собой реализацию как правовых, так и репутационных рисков. Участники Проекта могут обезопасить себя в этой части, заранее включив соответствующие оговорки о запрете использования и разглашения инсайдерской информации в договорную документацию.

Вывод. В качестве резюме публикации отметим, что, несмотря на возникновение дополнительных задач на этапе оценки эффективности, структурирования, а также организации работ, Проекты с участием нескольких оригинаторов, по нашему мнению, при грамотной подготовке и реализации могут быть существенно более эффективными, чем стандартные сделки. На российском рынке уже есть практические примеры успешной реализации таких Проектов. В условиях повышения процентных ставок вопрос рефинансирования накопленного за 2020 год первичными кредиторами ипотечного портфеля становится более актуальным, а преимущества мультиоригинаторных сделок могут дать дополнительный стимул для дальнейшего роста объемов ипотечной секьюритизации в России.

³ Ст. 434.1. «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 30.11.1994 №51-ФЗ (ред. от 21.12.2021).

⁴ Федеральный закон от 27.07.2010 №224-ФЗ (ред. от 02.07.2021) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

¹ Ст. 16.1. Федерального закона от 11.11.2003 №152-ФЗ (ред. от 08.12.2020) «Об ипотечных ценных бумагах».

² Ст. 16.2. Федерального закона от 11.11.2003 №152-ФЗ (ред. от 08.12.2020) «Об ипотечных ценных бумагах».



Александр ДИВАКОВ,
директор группы
корпоративных
рейтингов, агентство НКР

Что нам стоит дом построить

Себестоимость строительства многоквартирных домов в 2022 году продолжит расти, но заметно меньшими темпами. Ажиотажный спрос в 2020-м и 2021 годах существенно повлиял на рост цен на жилье в России. Так, по данным Росстата, только за 2021 год цены на первичную недвижимость подскочили более чем на 25% (Рисунок 1). Помимо усиления спроса на фоне сокращения предложения на рынке, на стоимости первичной недвижимости сильно сказался и рост цен на строительные материалы в 2021 году, вызванный повышением мировых цен на сырье и удорожанием логистики.

По оценкам НКР, ключевые строительные материалы в период с ноября 2020 года по ноябрь 2021 года подорожали более чем на 30%, что увеличило конечную стоимость 1 м² жилья примерно на 15% (Таблица 1). В 2022 году мы не ожидаем снижения цен на стройматериалы ввиду прогрессирующей инфляции во всем мире. По нашим оценкам, основные цены продолжают расти примерно на 15% в совокупности, что само по себе может поднять стоимость квадратного метра еще на 5–7%.

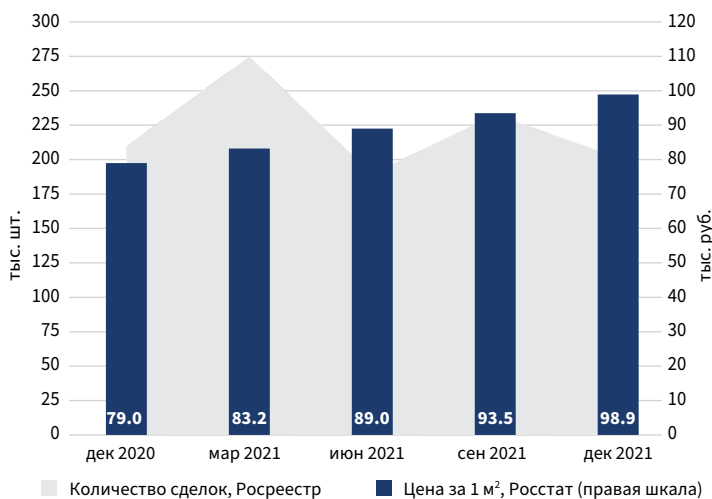
Сметная стоимость, включающая строительные материалы и строительно-монтажные работы (СМР), за 2021 год выросла более чем на 15% по сравнению с 2020 годом, по данным ДОМ.РФ. Среди лидеров по темпам прироста стоимости оказались Ингушетия (+220%), Мурманская область (+103%), Республика Коми (+57%), Брянская (+46%) и Ярославская (+46%) области.

При этом в регионах с наибольшим количеством строящегося жилья (Москва, Московская область, Санкт-Петербург, Свердловская область и Башкирия) рост себестоимости строительных материалов и СМР не превысил 16%. Совокупная доля этих регионов в объеме строящегося жилья по стране составляет 50%.

Строительные материалы (без учета СМР) занимают около 35% в рыночной стоимости квадратного метра первичного жилья. В период с ноября 2020-го по ноябрь 2021-го они в среднем подорожали примерно на 30%, что увеличило стоимость 1 м² на 15%. Еще 10% роста ценам добавили удорожание СМР, земли под застройку и выросшая маржа девелоперов.

Во многом рост стоимости стройматериалов продиктован постпандемной экономической ситуацией в мире:

Рисунок 1
Количество сделок
и темпы роста цен на 1 м²
на первичном рынке
Источники:
Росстат, Росреестр



- повышение мировых цен на сырье в результате оживления мировой экономики в совокупности с недостаточностью запасов на складах предприятий, которые не могут удовлетворить резкое усиление спроса;

- нарушение логистических цепочек и рост тарифов на грузоперевозки;
- экологизация целого ряда предприятий, в том числе путем снижения вредных выбросов.

На отечественном рынке недвижимости рост цен подстегивается повышенным

спросом со стороны строительного сектора — как в части многоквартирного, так и в части индивидуального строительства.

Больше всего подорожали кирпич (+226%), древесина и пиломатериалы (+84%), арматура (+59%), электрика (+28%) и окна ПВХ (+26%) (Таблица 1). Основной пик роста цен пришелся на период с апреля по август 2021 года. Начиная с сентября 2021 года для части важнейших стройматериалов рост замедлился, а для некоторых из них даже наблюдалось небольшое удешевление, связанное с окончанием

Рисунок 2
Себестоимость жилья
в субъектах РФ с самыми
значительными
объемами строительства
Источник:
Данные ДОМ.РФ

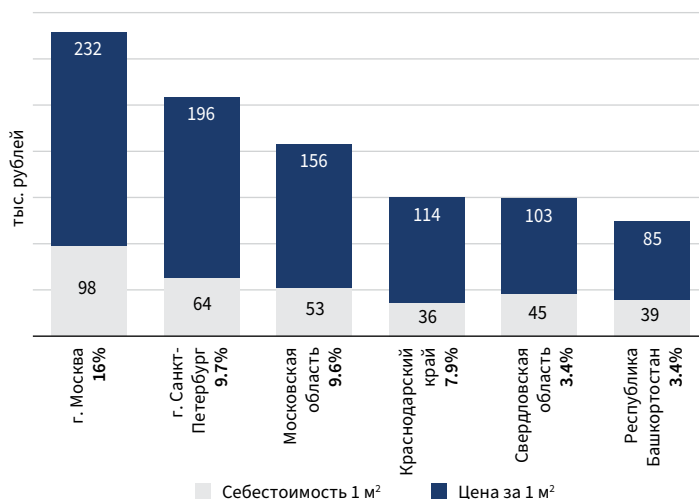


Таблица 1. Доля строительных материалов в себестоимости строительства.
Динамика цен на стройматериалы и прогноз цен НКР на 2022 год

Стройматериалы	Доля в затратах на стройматериалы, %	Доля в стоимости м ² , %	Максимальное повышение цены в течение 12 месяцев (месяц к месяцу), %	Изменение цены с ноября 2020 г. по ноябрь 2021 г., %	Прогноз НКР на 2022 г., %
	100	35			
Бетон	28	10	10	15	10
Арматура	25	9	5	59	20
Кабели, электрика	8	3	20	28	30
Окна ПВХ	8	3	30	26	15
Теплоизоляция	6	2	14	15	15
Кровельные материалы	4	1	43	13	15
Лаки, краски и пр.	4	1	73	-29	8
Растворы	3	1	4	0	7
Кирпич	2	1	94	226	10
Древесина и пиломатериалы	1	0	268	84	30
Прочее	11	4	—	8	7

сезона строительства загородных домов. Тем не менее конец 2021-го и начало 2022 года показали, что цены все еще обладают большой волатильностью. Например, продолжилось подорожание арматуры (+7% с конца ноября 2020 года до конца октября 2021 года), кабелей и электрики (+4% за тот же период) и ПВХ (+7%).

Одним из ключевых материалов, которые используются в строительстве многоквартирных домов, является стальная

арматура, доля которой в структуре стоимости стройматериалов в среднем составляет 28–30%. В период с ноября 2020-го по ноябрь 2021 года из-за роста мировых цен на сталь цены на стальную арматуру взлетели почти на 60% (Рисунок 3).

Основные причины роста цен на сталь: отложенный спрос на металл после пандемии, дефицит сталелитейных мощностей, низкие запасы на складах производителей и поставщиков, удорожание

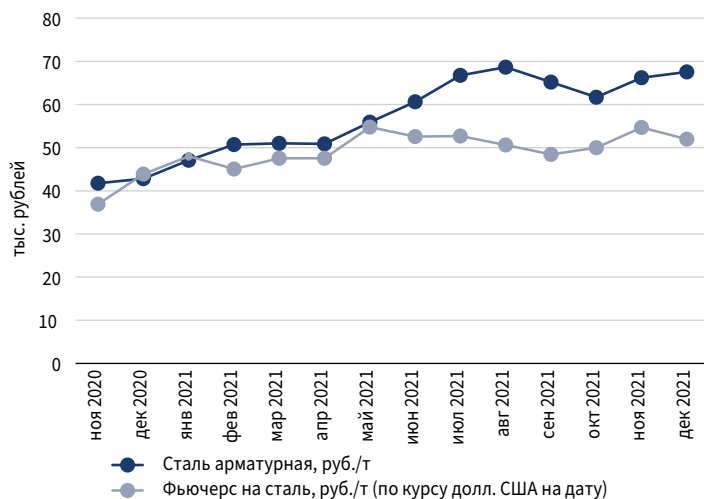


Рисунок 3
Динамика цен на арматуру и сталь

логистики и транспортных расходов. В 2022 году цены на отечественную арматуру продолжат повышаться: с одной стороны, их будет поддерживать положительная динамика мировых цен, а с другой — спрос со стороны автомобилестроения, промышленного производства, инфраструктурного и жилищного строительства, однако в целом мы не ожидаем роста выше 20% за 2022 год (Таблица 1), так как фактор отложенного спроса после смягчения карантинных мер уже в существенной мере реализовался в 2021 году.

Доля бетона, изделий из него, а также цемента в структуре стоимости стройматериалов в совокупности составляет 28% (Таблица 1). Однако цены на них мало зависят от мировой конъюнктуры, поскольку около 80% бетона производится на отечественных предприятиях, сырье не является биржевым товаром, а недозагрузка мощностей в РФ составляет более 30%. Тем не менее в период с ноября 2020-го по ноябрь 2021 года цены выросли на 15% (Рисунок 4) — быстрее, чем в предыдущие 5 лет, когда они повышались не больше чем на 7% в год. Основные причины этого — активизация строительной отрасли, удорожание используемого для бетона сырья (цемента (+4%), щебня (+14%) и гравия (+12%)), а также рост стоимости грузоперевозок.

Мы полагаем, что бетон в 2022 году может подорожать в пределах 10%, цены

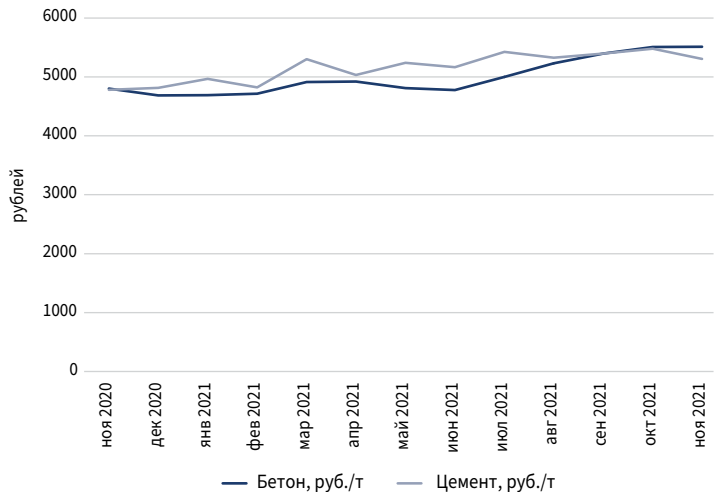
на цемент могут подрасти на 5–7%, на щебень, песок и гравий — не более чем на 8% (Таблица 1).

Цены на кабели и электрику выросли почти на 40% (Рисунок 4) из-за подорожания основных видов сырья — меди (+38%) и алюминия (+47%). Помимо общих факторов, которые повлияли на рост цен на другие стройматериалы, на уровне цен на цветные металлы также сказались тренды на переориентацию многих производств в соответствии с принципами зеленой экономики.

Мировые рынки меди и алюминия прошли пик в октябре 2021 года: максимальная цена меди достигала \$10 652 за тонну, алюминия — \$3180 за тонну, а к середине декабря металлы потеряли 11% и 15% стоимости соответственно (Рисунок 5). Просадка на медном рынке связана с ожиданиями увеличения добычи в Чили — на крупнейшем в мире медном руднике Эскондида в 2022-м и 2023 годах.

Несмотря на это в 2022 году существенного падения цен на медь ожидать не стоит: дефицит может сохраниться, так как высокий спрос на нее будут поддерживать наращивание производства электромобилей и оборудования для энергетики на основе возобновляемых источников. Кроме того, импортировать значительные объемы меди продолжит Китай, не-

Рисунок 4
Динамика цен
на цемент и бетон
Источник:
Данные ЕМИСС



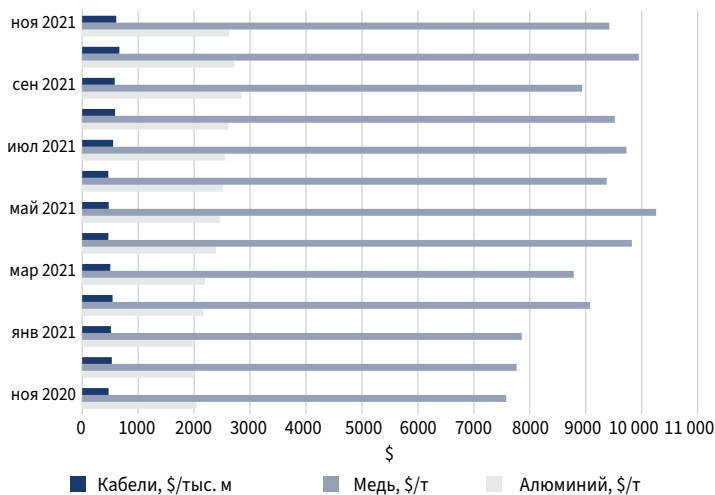


Рисунок 5
Динамика цен на кабели, медь и алюминий

Источники:
Данные ЕМИСС, LME, investing.com

смотря на замедление строительства. Кроме того, цены на алюминий продолжат расти в 2022-м из-за снижения выплавки этого металла в КНР.

По прогнозу НКР, цены на медь в 2022 году могут вырасти на 20–30%, тогда как алюминий может подорожать на 10–15%, что приведет к росту средних цен на кабели и электрику в России на 15–20% в 2022 году (Таблица 1).

Существенно выросли цены на окна ПВХ, доля которых в себестоимости строительных материалов в среднем составляет около

8% (Таблица 1). Цены (в период с ноября 2020-го по ноябрь 2021-го) выросли на 28% в основном за счет подорожания поливинилхлорида (из него производят рамы и часть фурнитуры) на 40% и двукратного роста цен на кальцинированную соду (основное сырье для полированного стекла) (График 6).

Цены на кальцинированную соду в России напрямую будут зависеть от динамики жилищно-строительного сектора. Учитывая, что, по нашему мнению, его объемы вырастут в 2022 году не более

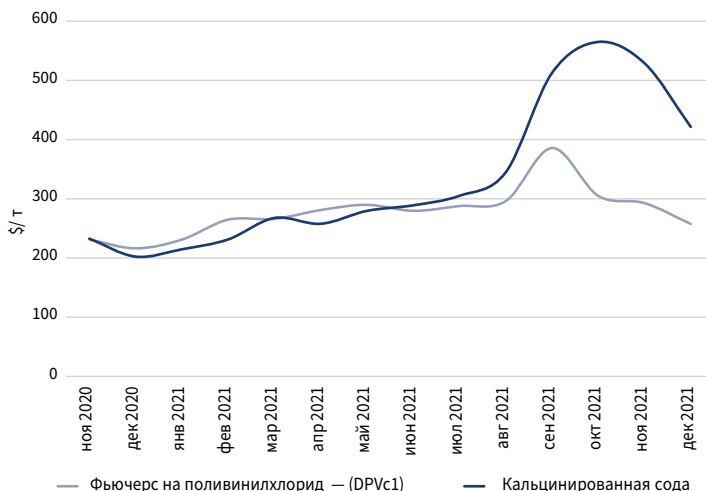


Рисунок 6
Динамика цен на ПВХ и кальцинированную соду

Источники:
Данные tradingeconomics.com, Bloomberg

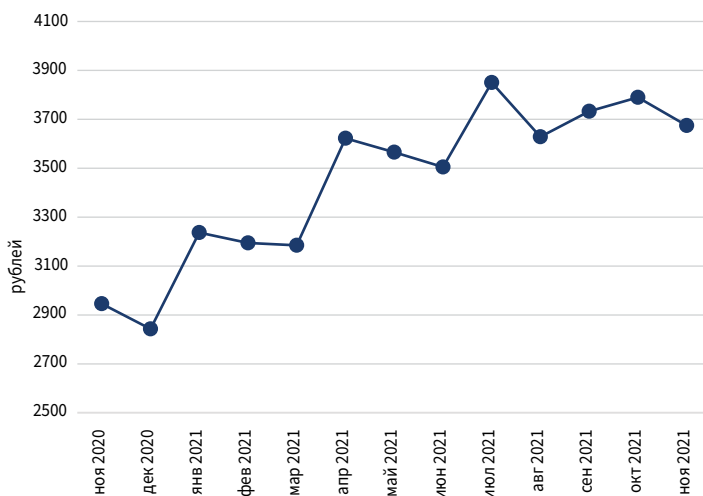


Рисунок 7
Цены
на теплоизоляцию,
руб./м³
Источник:
Данные ЕМИСС

чем на 10%, цены на окна ПВХ поднимутся в пределах 15% (Таблица 1).

Около 15% прибавили цены на теплоизоляцию: из-за роста стоимости минеральной ваты на мировом рынке отечественные производители поставляли значительную часть продукции на экспорт (Рисунок 7). В 2022 году мы не ожидаем существенного увеличения цен на теплоизоляцию — скорее всего, оно не превысит 15% (Таблица 1).

ВЫВОДЫ И ПРОГНОЗЫ

К началу 2022 года мировая экономика еще не оправилась от противопандемийных ограничений, которые к тому же сняты не до конца. Неопределенности также добавляет появление новых штаммов вируса с высокой скоростью распространения. Эти факторы продолжают влиять на производителей и поставщиков строительных материалов, которые пока не могут в полной мере удовлетворить выросший спрос, тогда как транспортно-логистические компании не могут справиться с усилившейся активностью покупателей.

Одновременно с этим сильное повышение давления оказывает рост цен на ключевые виды сырья: нефть, газ, металлы и другие, обеспечивающие существенную долю себестоимости

производства многих товаров, в том числе и стройматериалов. Всё это негативно отражается на динамике инфляции как в мире, так и в Российской Федерации. Повышение Банком России ключевой ставки также может привести к удорожанию строительных материалов из-за роста стоимости заемного капитала.

По мнению НКР, по итогам 2022 года не стоит ожидать снижения цен на строительные материалы: при оптимистичном сценарии их рост замедлится до соразмерного прогнозируемой инфляции — 7–9%. Однако, скорее всего (базовый сценарий), рост в среднем составит около 15%, что увеличит стоимость 1 м² в новостройках на 5–7% (Таблица 1).

Общий рост цен на новостройки, по нашим оценкам, составит не менее 10%, так как помимо растущих тарифов на СМР, на цены будет влиять сохраняющийся спрос на недвижимость, хотя темпы роста его существенно замедлятся как из-за слабого роста доходов населения, так и из-за повышения ипотечных ставок наряду с ростом ставок по депозитам.

Снижения же цен на недвижимость мы не ожидаем, так как в случае ослабления роста или падения спроса девелоперы будут снижать выводимые на рынок площади, чтобы не допустить существенной просадки.

«Выбор в пользу одностраншевых ипотечных облигаций»

Мнения НПФ как инвесторов на рынке ипотечных ценных бумаг

ВТБ и ДОМ.РФ традиционно остаются ключевыми маркетмейкерами на рынке ипотечных ценных бумаг. Ожидаете ли вы, что в ближайшей перспективе на рынке могут появиться другие значимые игроки? Или же в этом нет необходимости, учитывая, что ВТБ и ДОМ.РФ обеспечивают достаточно комфортный вторичный рынок?



Вадим КОРСАКОВ,
заместитель
генерального директора
по управлению
активами, АО «НПФ
«Благосостояние»

— Ликвидность финансового инструмента является одним из ключевых параметров, которые фонд учитывает при принятии инвестиционных решений. В настоящее время ликвидность рынка ИЦБ находится на достаточно высоком уровне, что позволяет фонду успешно реализовывать инвестиционную стратегию на данном рынке. В случае появления новых маркетмейкеров можно ожидать дальнейшего улучшения ликвидности за счет развития конкурентной среды.

Полина ПЕТРОВА,
руководитель направления оценки
активов, АО «НПФ «Открытие»

— Безусловно, на сегодняшний день ДОМ.РФ и ВТБ являются основными маркетмейкерами на рынке ипотечных ценных бумаг. При этом необходимо отметить огромную работу, которую проделали компании по повышению уровня ликвидности рынка ипотечных облигаций. Это выражается не только в увеличении объема торгов, но также и в развитии рынка РЕПО с ипотечными облигациями ДОМ.РФ.

В самое ближайшее время мы не ждем появления новых игроков на рынке, хотя такой вариант возможен в связи с развитием сегмента ипотечных облигаций и развитием технологий, позволяющих существенно повысить скорость

и качество таких выпусков. Появление новых игроков может быть достаточно привлекательным для инвесторов, однако ВТБ и ДОМ.РФ на текущий момент

действительно обеспечивают вполне комфортный вторичный рынок, обладая достаточной инвестиционной привлекательностью.

На рынке ИЦБ продолжает наблюдаться тенденция повышения спроса физических лиц, положительно сказывающаяся на ликвидности ценных бумаг. Наблюдали ли вы изменение структуры инвесторов в 2021 году? Ожидаете ли вы значительное изменение структуры инвесторов на вторичном рынке ИЦБ в 2022 году?



Полина ПЕТРОВА

— Да, спрос физических лиц в сегменте ипотечных ценных бумаг растет, в большей степени начиная с 2020 года. Однако в 2021 году активность такого спроса немного снизилась, но все же не пошла на убыль — в условиях достаточно низких ставок по депозитам ипотечные облигации выглядят очень привлекатель-

но. Поэтому мы ожидаем дальнейший рост интереса частных инвесторов к таким облигациям.

Вадим КОРСАКОВ

— Учитывая наметившийся рост процентных ставок по депозитам физических лиц, можно ожидать снижения доли указанной категории инвесторов на рынке ИЦБ. В то же время наличие постоянно действующих маркетмейкеров должно обеспечить сохранение высокого уровня ликвидности данного рынка.

Используете ли вы при анализе индекс ипотечных облигаций ДОМ.РФ? Нужен ли рынку иной похожий бенчмарк или достаточно данного индекса?

Полина ПЕТРОВА

— Да, этот индекс базируется на самых ликвидных выпусках ипотечных облигаций ДОМ.РФ и позволяет отслеживать те или иные изменения непосредственно на рынке ИЦБ, а также служит прекрасным инструментом для анализа и прогнозирования экономической ситуации. На наш взгляд, на текущий момент появление новых бенчмарков для ИЦБ не является

острой необходимостью, но их появление обусловлено всего лишь вопросом времени и различными подходами инвесторов к анализу.

Вадим КОРСАКОВ

— Фонд использует индекс ипотечных облигаций ДОМ.РФ (DOMMBSTR) в качестве бенчмарка для портфеля ипотечных ценных бумаг.

Какие мероприятия, направленные на привлечение новых постоянных инвесторов на рынок, проводятся в данный момент?

Какие из них можно считать наиболее эффективными?

Планируются ли существенные изменения и нововведения в 2022 году?

Вадим КОРСАКОВ

— Фонд участвует в мероприятиях для инвесторов, которые проводит ДОМ.РФ. Можно отметить, что на таких

встречах всесторонне рассматриваются вопросы эмиссии и обращения ИЦБ, включая защитные механизмы, а также

происходит живой диалог по интересующим участников рынка темам.

Полина ПЕТРОВА

— На текущий момент привлекательными для инвесторов могут стать дальнейшее активное развитие рынка РЕПО с ипотечными ценными бумагами ДОМ.РФ, а также повышение прозрачности ценообразования и определения потенциальной доходности ипотечных облигаций. Важным инструментом для последнего

является, в частности, продвижение специального калькулятора эмитента, позволяющего оценить ожидаемую доходность интересующих инвестора облигаций, развитие калькулятора Мосбиржи, появление иных провайдеров. Привлекательность калькулятора эмитента заключается в его точности и простоте для тех инвесторов, которые только начинают свое знакомство с ипотечными ценными бумагами. Тем не менее существенного увеличения частных инвесторов в 2022 году мы не ожидаем.

Какие сделки вам кажутся более привлекательными: однотраншевые или многотраншевые? Достаточно ли инвесторам ликвидности в многотраншевых выпусках? Есть ли разница в методах оценки бумаг?

Полина ПЕТРОВА

— Эмиссия дополнительных траншей как мера снижения кредитного риска может являться важным обстоятельством. Однако данный фактор не является определяющим. Если говорить о практической стороне вопроса, то здесь можно отметить, что основным партнером фонда на рынке ипотечных ценных бумаг является ДОМ.РФ Ипотечный агент, с которым у нас сложилось долгосрочное тесное сотрудничество. Несмотря на то что все выпуски ипотечных облигаций данного эмитента являются однотраншевыми, для нас данный эмитент является в первую очередь первоклассным заемщиком, обязательства которого обеспечены поручи-

тельством ДОМ.РФ. Во-вторых, уровень ликвидности данных облигаций поддерживается крупными маркетмейкерами (ДОМ.РФ, ВТБ), а также развитием рынка РЕПО с ипотечными ценными бумагами. Для нас данные факторы с учетом размера инвестиционного портфеля фонда являются основными при выборе объектов инвестирования на рынке ипотечных облигаций.

Вадим КОРСАКОВ

— Поскольку преобладают однотраншевые выпуски ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ, фонд преимущественно приобретает указанные ценные бумаги.

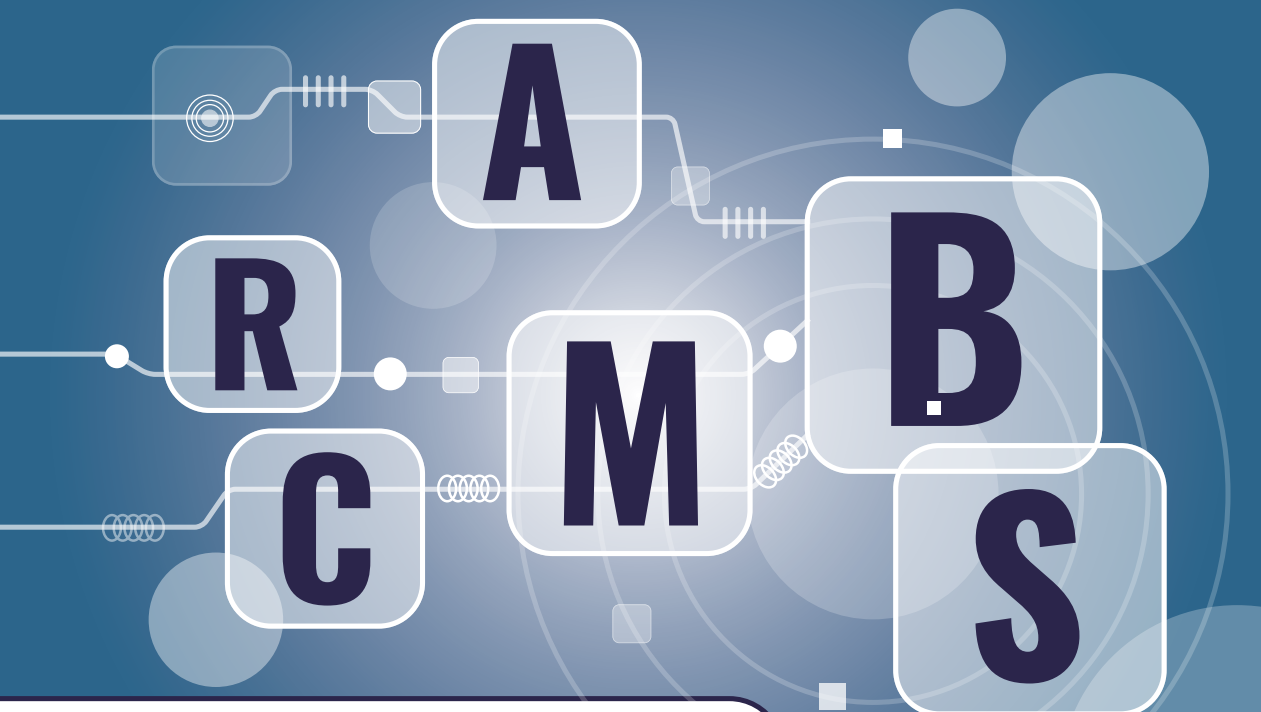
Сделки секьюритизации с какими базовыми активами вы находите привлекательными? Есть ли у вас интерес к бумагам с неипотечным покрытием? Каких сделок не хватает на рынке?

Полина ПЕТРОВА

— На наш взгляд, российский рынок секьюритизации в сегменте ипотечных облигаций не исчерпал своего роста и позволяет удовлетворить текущие запросы инвесторов. В связи с этим в настоящий момент мы не видим острой потребности в ценных бумагах с неипотечным покрытием, но осуществляем мониторинг различных структурированных продуктов и готовы рассматривать появляющиеся предложения на рынке.

Вадим КОРСАКОВ

— Фонд рассматривает все инвестиции с точки зрения фидуциарной ответственности перед клиентами. В случае, если ценные бумаги с неипотечным покрытием будут обладать такой же высокой степенью защиты, как ИЦБ, фонд может рассматривать их в качестве объекта инвестирования (с учетом законодательных ограничений на размещение средств пенсионных резервов в данный класс активов).



Рынок секьюритизации альтернативных классов активов

Партнер рубрики:



По результатам 2021 года можно констатировать, что сделки классической многотраншевой секьюритизации продолжают носить штучный характер. Мы видели только два рыночных выпуска: ипотечные облигации ИА ТБ-1 и выпуск облигаций СФО ВТБ РКС-1, обеспеченных портфелем потребительских кредитов. Одновременно Совкомбанком было закрыто несколько клубных сделок по выпуску облигаций, обеспеченных просроченной задолженностью, а также структурных облигаций с использованием механизмов секьюритизации.

При этом очевидно, что инструменты секьюритизации должны являться существенным источником долгосрочного финансирования. Причиной и вместе с тем следствием слабости рынка является системная недооценка потенциала неипотечной секьюритизации и роли, которую облигации, выпускаемые СФО и СОПФ, могли бы сыграть в поддержании экономического роста.

Помимо базовых преимуществ, которые следуют из природы таких инструментов, положительный эффект от их применения связан и с текущим состоянием и стадией развития финансового рынка. Например, с точки зрения инвестора первый и второй эшелоны экономики РФ растут недостаточными темпами, при этом в настоящий момент регулирование «настроено» именно на таких эмитентов, что свидетельствует о регуляторном фокусе на кредитное качество финансового инструмента, то есть кредитный риск. Дополнительное давление на рынок оказывает, помимо прочего, укрупнение групп эмитентов, что оказывает прямое влияние на групповые лимиты и создает дополнительные угрозы концентрации.

В 2021 году еще более заметным стало отсутствие на рынке новых имен рейтинговой категории AA и выше. В силу складывающихся законодательных и геополитических особенностей не все крупные компании раскрывают отчетность, что осложняет проведение инвестиционного анализа. Одно из последствий перечисленных причин — отсутствие требуемых объемов ликвидности на рынке долгового капитала.

Перечисленные проблемы решаются использованием инструментов секьюритизации: позволяют обособлять активы, получать инвестиционный рейтинг старшего транша, чаще всего максимально достижимый, эмитенты таких выпусков — специально созданные независимые SPV-компании, де-юре и де-факто отделены от оригинаторов (инициаторов) сделок.

С точки зрения институциональных инвесторов и, в первую очередь, кредитных организаций, инструменты секьюритизации дают возможность структурировать бумаги с низким RWA (высоким ROE/RAROC).

Как банк-организатор мы видим запрос участников рынка на создание равных рыночных возможностей для разных классов инструментов неипотечной секьюритизации. Необ-



Сергей КАДУК,
начальник Управления
секьюритизации
и структурных продуктов,
ПАО «Совкомбанк»

ходимо гармонизировать регулирование и не допускать регуляторной дискриминации инструментов секьюритизации по отношению к ценным бумагам институтов развития и корпоративным облигациям.

При этом необходимо отметить, что ограниченность круга инвесторов в такие инструменты вызвана зачастую отсутствием необходимых компетенций, низкой осведомленностью о сути и структуре таких бумаг, встроенных в инструменты секьюритизации механизмах защиты.

При отсутствии положительной динамики в развитии регулирования, повышения инвесторского спроса и осведомленности об особенностях таких финансовых инструментов сделки неипотечной секьюритизации скорее всего продолжат носить единичный характер.

Необходимы плотное взаимодействие и консолидация усилий всех участников рынка, включая регулятора, направленные на устранение регуляторного дисбаланса,

популяризацию инструментов секьюритизации для последовательного встраивания их в экономическую систему. Существенным шагом в этом направлении стала подготовка доклада совместной рабочей группы АРБ и НФА о перезагрузке рынка неипотечной секьюритизации. Доклад фактически представляет собой дорожную карту дальнейшего развития рынка неипотечной секьюритизации, подробнее о нем см. в статье сопредседателя Комитета по инвестиционным банковским продуктам АРБ Олега Иванова. Сергей Кадук из Совкомбанка и коллеги из рейтингового агентства Moody's Анне-Софи Спирито и Станислав Настасьин рассказали о новых видах финансовых инструментов — SASB и ESN облигациях и перспективах их развития. Виталий Петров и Наталья Аксенова из ВТБ поделились практическим опытом структурирования сделки секьюритизации потребительских кредитов.



Виталий ПЕТРОВ,
управляющий директор
Управления секьюритизации,
Банк ВТБ (ПАО)

Наталья АКСЕНОВА,
директор Управления
секьюритизации,
Банк ВТБ (ПАО)



Секьюритизация потребительских кредитов. Практические аспекты сделки

В 2021 году Банк ВТБ секьюритизировал портфель собственных потребительских кредитов. Объем сделки составил 45 млрд рублей. Для банка это первая сделка секьюритизации кредитов наличными. С ее помощью ВТБ удалось высвободить часть капитала, повысить эффективность его использования и создать новый инструмент привлечения фондирования.

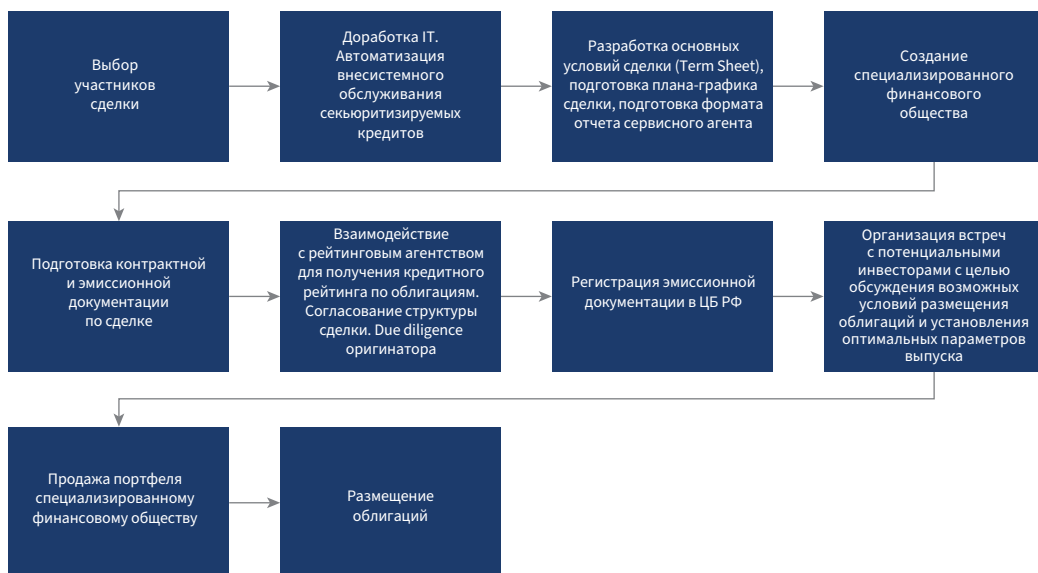
В ходе реализации сделки внутри банка был проделан большой комплекс подготовительной работы: доработана IT-платформа для обеспечения продажи, учета и сервисного обслуживания секьюритизируемых активов; автоматизирован блок внесистемного сопровождения проданных кредитов, построена схема взаимодействия модулей сервисного агента, расчетного агента, банка счета, представителя владельцев облигаций и эмитента; разработаны единые стандарты и требования к портфелю

кредитов, включая квалификационные требования, форматы выгрузки секьюритизируемого пула, формы отчетов сервисного и расчетного агентов. Основные этапы сделки приведены на Рисунке 1.

В этой статье мы хотели остановиться на практических аспектах реализации пилотной сделки Банка ВТБ, ее основных условиях и структуре. Сделка стала первой не только для Банка ВТБ, но и, по сути, первой подобной сделкой в стране, структурированной полностью по российскому законодательству.

Условия сделки предусматривают уступку Банком ВТБ прав требований по кредитным договорам специализированному финансовому обществу (СФО), а также первичное размещение облигаций, эмитированных СФО, на организованном рынке ценных бумаг. Для этих целей создано ООО «СФО ВТБ РКС-1» в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Исключительный предмет де-

Рисунок 1. Основные этапы сделки

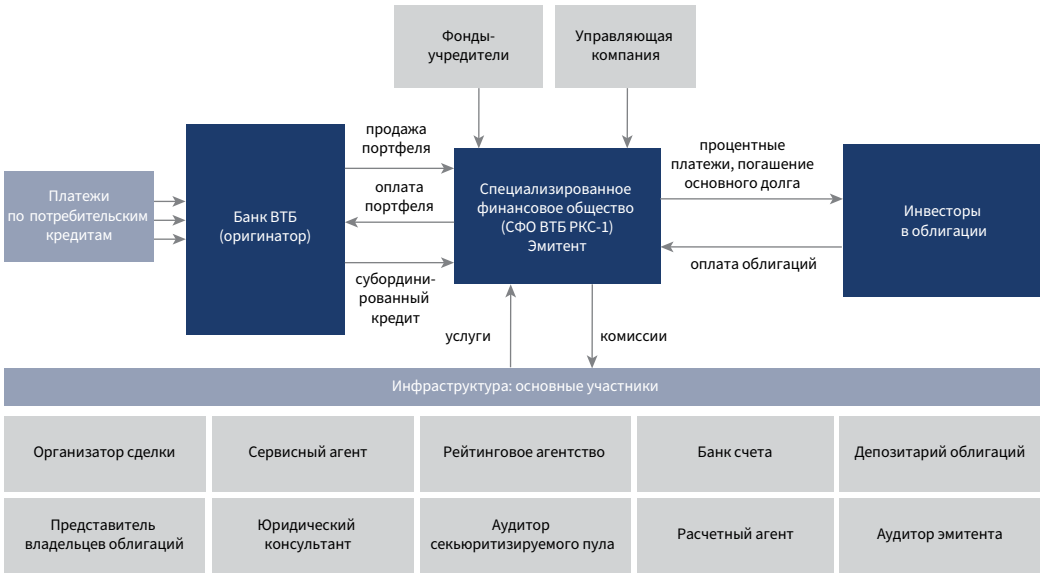


тельности СФО — приобретение требований по кредитам (займам), а также осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований. Учредителем СФО является некоммерческая организация (фонд), созданная в соответствии с законодательством Российской Федерации. Отсутствие выгодоприобретателей у фонда и независимый от originатора единственный исполнительный орган СФО обеспечивают отсутствие юридического контроля над обществом со стороны originатора. СФО были получены все необходимые одобрения и согласования с государственными органами для ведения своей деятельности. Предметом залога по облигациям является совокупность требований, принадлежащих СФО, и права по договору залогового счета в отношении залогового счета. Заложеными требованиями являются права требования по договорам потребительского кредита (займа) в соответствии с Федеральным законом от 21.12.2013 № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)». Схема сделки и основные участники приведены на Рисунке 2.

При формировании секьюритизируемого пула из общего портфеля банка были отобраны потребительские кредиты, отвечающие установленным квалификационным требованиям. Это позволило гарантировать высокое качество залогового обеспечения облигаций СФО ВТБ РКС-1. Ниже приведены основные квалификационные требования к кредитам, включенным в секьюритизированный пул:

- отсутствие просрочек по кредитам более 30 дней;
- по кредиту произведено минимум 3 выплаты с даты его выдачи;
- сумма кредита от 100 тыс. до 5 млн рублей;
- остаточный срок кредита не более 96 месяцев;
- сумма всех платежей заемщика по кредитным обязательствам не превышает 60% его дохода;
- доля договоров, по которым ранее заемщиками допускались просрочки более 30 дней по любым предыдущим кредитным продуктам, не превышает 20%. Кредиты, по которым была допущена просрочка более 30 дней, в пул не включались;

Рисунок 2. Схема сделки. Состав участников



- региональная концентрация не более 10% (не применяется к Москве, Московской области и Санкт-Петербургу).

При анализе секьюритизируемого портфеля рейтинговое агентство «Эксперт РА» отметило высокое качество кредитов: у 90% заемщиков никогда не было просроченной задолженности, превышающей 30 дней, по любым кредитным продуктам, включая продукты банка (на дату выдачи кредита); в портфеле отсутствуют кредиты, по которым когда-либо допускалась просроченная задолженность, превышающая 30 дней, кредиты с текущей просроченной задолженностью, а также кредиты с не оконченным на момент уступки льготным периодом выплаты задолженности. Средневзвешенное соотношение коэффициента платежей/доход составило 33.4%. При этом пул обладал высокой гранулярностью: на долю 50 крупнейших кредитов приходилось порядка 0.5% совокупного остатка основного долга. Средний остаток основного долга по кредитам составлял 629 тыс. рублей, общее количество кредитов в секьюритизируемом портфеле превышало 70 тыс. штук.

Необходимо отметить, что одним из отличий потребительских кредитов от ипо-

теки является их краткосрочность. Из-за аннуитетного механизма выплат по кредитам, а также за счет того, что большая часть кредитов погашается с опережением первоначального графика платежей, в сделке предусмотрен револьверный период, равный трем годам при условии отсутствия реализации дополнительных триггеров, свидетельствующих об ухудшении качества портфеля или нарушении обязательств основных участников сделки в более короткий период. Данные триггеры позволяют обеспечить высокое качество залогового обеспечения в процессе обращения облигаций. В револьверный период поступления по основному долгу от портфеля кредитов направляются на приобретение у originатора новых кредитов, амортизации бумаг не происходит, и срок облигаций таким образом становится более предсказуемым для инвесторов. Ниже приведен график погашения номинальной стоимости облигаций с учетом револьверного периода и прогнозной скорости погашения кредитов, включенных в залоговое обеспечение (Рисунок 3).

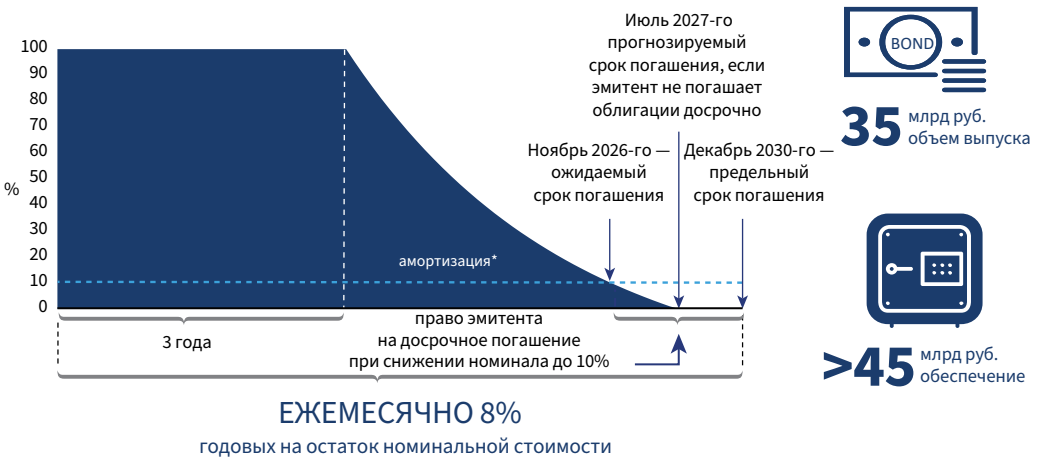
Кредиты, уступаемые в револьверный период (револьверные кредиты),

также отвечают установленным квалификационным требованиям, закрепленным в решении о выпуске. В целях независимого контроля за качеством обеспечения облигаций в сделке предусмотрен механизм проверки револьверных кредитов на соответствие определенным квалификационным требованиям со стороны представителя владельцев облигаций (ПВО). Также на ПВО возложен контроль за соблюдением триггеров начала плановой и ускоренной амортизации и за основаниями для наступления досрочного погашения облигаций по требованию их владельцев. В рамках своей основной деятельности ПВО отслеживает информацию об эмитенте из доступных источников; выявляет обстоятельства, которые могут повлечь за собой нарушение прав и законных интересов владельцев облигаций; контролирует исполнение эмитентом обязательств по облигациям и принимает меры, направленные на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций.

В целях защиты интересов инвесторов структура сделки обеспечивает определенный уровень кредитного усиления,

которое компенсирует инвесторам риск возможных потерь. Кредитное усиление состоит из резервного фонда и субординированного кредита на оплату части покупной цены по договору уступки. Размер кредитного усиления был определен по результатам моделирования сделки, аудита пула независимой аудиторской компанией, симуляции проведения сделки в различных макроэкономических условиях и due diligence оригинатора и составил 25.6% от секьюритизируемого пула. Таким образом, размер обеспечения по облигациям превышает объем эмиссии более чем на 10 млрд рублей. До начала размещения облигаций Банк ВТБ предоставил СФО кредит на формирование резервного фонда и оплату части покупной цены по договору уступки прав требований. Так, в ходе обращения облигаций оригинатор первым несет риск возможных потерь по кредитам, входящим в залоговое обеспечение. То есть до наступления экономических убытков инвесторов допускается дефолт четверти портфеля. Для сравнения, на момент размещения облигаций средневзвешенная вероятность дефолта кредитов, входящих в залоговое обе-

Рисунок 3. График погашения облигаций



* Амортизация — уменьшение номинальной стоимости облигации за счет возврата долга инвестору. Представлен прогнозный график амортизации. При нарушении требований к залоговому обеспечению, указанных в эмиссионной документации, наступает более ранняя амортизация.

спечение, составляла 5.5% в год. В соответствии с требованиями Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Указания Банка России от 07.07.2014 №3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования» кредит, предоставленный оригинатором на оплату части покупной цены по договору уступки прав требований, является способом принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением. Условия данного кредита не допускают возврат основного долга до погашения облигаций.

Основным источником финансирования исполнения обязательств по облигациям являются денежные средства, получаемые СФО от заемщиков в счет оплаты обязательств по потребительским кредитам. Во избежание риска смешения денежных потоков все поступления по залоговому портфелю не позднее следующего дня перечисляются на залоговый счет СФО. Там же находится и резервный фонд, обеспечивающий в течение 6 месяцев выплату купона по облигациям и оплату услуг третьих лиц в случае несостоятельности/банкротства сервисного агента до момента передачи обслуживания портфеля резервному сервису. После начала плановой амортизации облигаций резервный фонд может также амортизироваться в соответствии с условиями, предусмотренными эмиссионной документацией. При этом размер резервного фонда на начало каждого расчетного периода должен составлять не менее 4.67% от совокупного непогашенного номинала облигаций, но не менее 35 млн рублей. Денежные средства, зачисленные на залоговый счет, могут быть использованы только для осуществления выплат по операциям, перечисленным в эмиссионной документации по сделке. Расчетный агент на ежемесячной основе делает расчет «водопада» — распределение денежных средств СФО для выплат по облигациям и оплаты услуг третьих лиц. Итоговые результаты расчета отражаются в публичном

отчете инвесторам. Все расчеты в рамках сделки осуществляются через счета, открытые в Банке ВТБ. ПВО акцептует платежные поручения СФО, контроль за расходными операциями по залоговому счету также осуществляет Банк ВТБ в соответствии с требованиями действующего законодательства. СФО, в свою очередь, ведет реестр учета денежных требований, являющихся предметом залога по облигациям, и денежных сумм, зачисленных на залоговый счет, в соответствии с Указанием Банка России от 20.06.2014 №3289-У «О требованиях к порядку учета денежных требований, являющихся предметом залога по облигациям, и денежных сумм, зачисленных на залоговый счет».

Структура сделки, условия выпуска и обращения облигаций обеспечивают высокое качество бумаг и делают сделку абсолютно прозрачной и открытой на всех ее этапах. Рейтинговое агентство «Эксперт РА» по результатам анализа секьюритизируемого пула, структуры и условий выпуска, контрактной и эмиссионной документации присвоило облигациям наивысший кредитный рейтинг ruAAA.sf. Объем выпуска составил 35 млрд рублей, ежемесячный купон по бумагам установлен в размере 8% годовых. В ходе размещения облигаций активно использовались розничные каналы продаж банка, а также платформы «ВТБ Онлайн» и «ВТБ Мои инвестиции». Впервые для подобных бумаг был предусмотрен длительный период размещения.

Уникальное соотношение риска и доходности облигаций на среднесрочном горизонте инвестирования позволило разместить в рынок весь объем выпуска. Основными покупателями бумаг стали розничные инвесторы, доля которых в общем объеме продаж составила 97.7%. Высокое качество облигаций было отмечено участниками рынка в ходе обсуждения сделки на X конференции «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России» в сентябре 2021 года, а сама сделка получила награду Sbonds Awards-2021 в номинации «Самая “розничная” сделка первичного размещения».



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



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

Облигации ESN — новый вид европейских облигаций, обеспеченных кредитами МСП

Европейские обеспеченные облигации (англ. European Secured Notes, ESN) — это новый вид ценных бумаг из класса обеспеченных облигаций (ОО)¹, масса покрытия которых будет состоять из кредитов, выданных субъектам малого и среднего предпринимательства (МСП). По мнению агентства Moody's,

кредиты МСП являются более рискованными, чем жилищные ипотечные кредиты, обеспечивающие классические ОО. Однако ESN не обязательно будут более рискованными, чем обеспеченные облигации с ипотечным покрытием. Если в структуре ESN будут встроены необходимые меры защиты, они смогут снизить кредитные риски, характерные для кредитов МСП.

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

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

(European Capital Markets Union, CMU) еще в 2017 году, а Европейское банковское управление (European Banking Authority, EBA) и Европейская комиссия опубликовали свои рекомендации¹ и технико-экономическое обоснование² по ESN в 2018 году. Европейская Директива по обеспеченным облигациям³, опубликованная в 2019 году, устанавливает, что Европейская комиссия должна продолжить оценку целесообразности создания законодательной базы для выпуска ESN и представить Европейскому парламенту и Совету Европы доклад о своих выводах, а также в случае необходимости и законодательное предложение. В 2020 году Европейская комиссия опубликовала новый План действий относительно CMU⁴, где указано, что она продолжит оценку возможности введения ESN в качестве дополнительного инструмента с «двойным регрессом» и представит свой отчет к 8 июля 2024 года.

Пандемия коронавируса еще более подхлестнула интерес к ESN. Так, например, в сентябре 2020 года Европейский парламент попросил Европейскую комиссию ускорить внедрение ESN с целью поддержки финансирования восстановления экономики после пандемии⁵. А в апреле 2021 года Европейский совет по обеспеченным облигациям (European Covered Bond Council, ECBC)⁶ опубликовал отчет

под названием European Secured Notes (ESN) Blueprint⁷, в котором приведено экономическое обоснование выпуска ESN, их соответствующие критерии приемлемости и структурные особенности.

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

Показатели долговых портфелей МСП несут проциклический характер. Поскольку заемщики МСП, как правило, нуждаются в финансировании оборотного капитала и капитальных вложениях, а значительная часть краткосрочного финансирования МСП обычно представлена банковскими кредитами, которые необходимо периодически рефинансировать, резкие экономические спады и кризисы кредитования повышают вероятность дефолта для таких заемщиков. Как показывает Рисунок 1, в 2007–2012 годах после мирового финансового кризиса в большинстве европейских стран значительно возросло число банкротств МСП⁸, особенно в Испании.

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

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

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

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

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

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

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

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

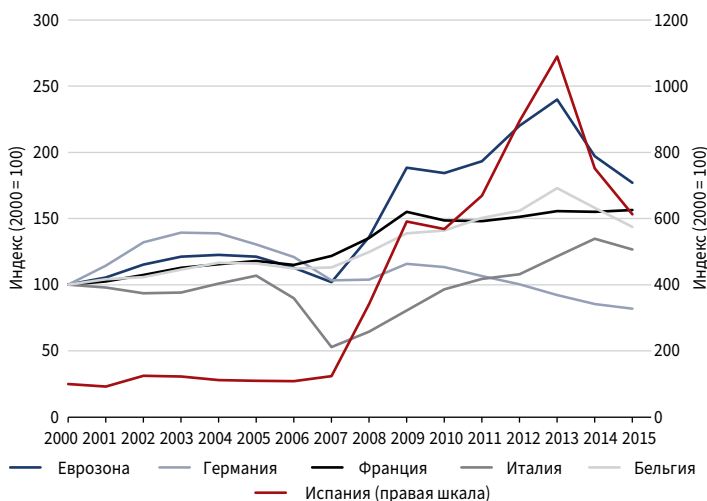
⁷ <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/05/ECBC-ESN-Blueprint-April-2021.pdf>.

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

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

Источник: Euler Hermes

* Индекс основан на данных по банкротствам нефинансовых корпораций.



Например, в итальянских транзакциях секьюритизации кредитов МСП (ABS)¹ уровень просрочки резко вырос во время рецессии, последовавшей за мировым финансовым кризисом, хотя во время пандемии коронавируса государственная поддержка позволила сдержать рост просрочек (Рисунок 3). В то же время уровень просроченных кредитов в итальянских сделках секьюритизации

жилищной ипотеки (RMBS)², напротив, оставался в целом стабильным и на низком уровне как во время рецессии, последовавшей за мировым финансовым кризисом, так и во время пандемии. Это объясняется тем, что ипотечные жилищные заемщики в меньшей степени подвержены влиянию экономического цикла, чем субъекты малого и среднего предпринимательства. Пулы

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

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

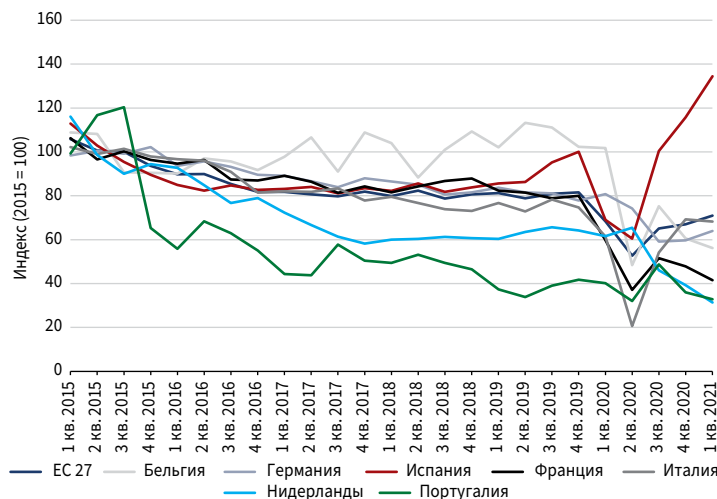


Рисунок 2
Индекс числа заявлений о банкротстве нефинансовых корпораций (2015 г. = 100)

Источник: Eurostat

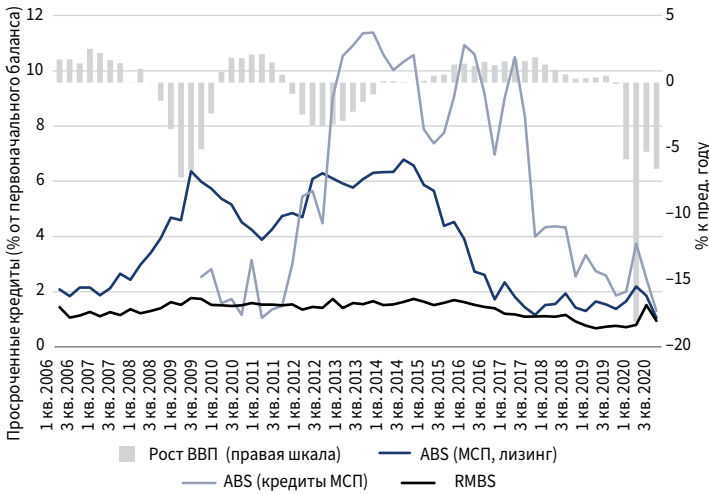


Рисунок 3
Уровень просрочки в итальянских сделках секьюритизации ABS (кредиты и лизинг МСП) и RMBS

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

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

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

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

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

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

Кроме того, типы займов могут различаться по назначению кредита (финансирование оборотного капитала или долгосрочное финансирование зданий или оборудования), по видам кредит-

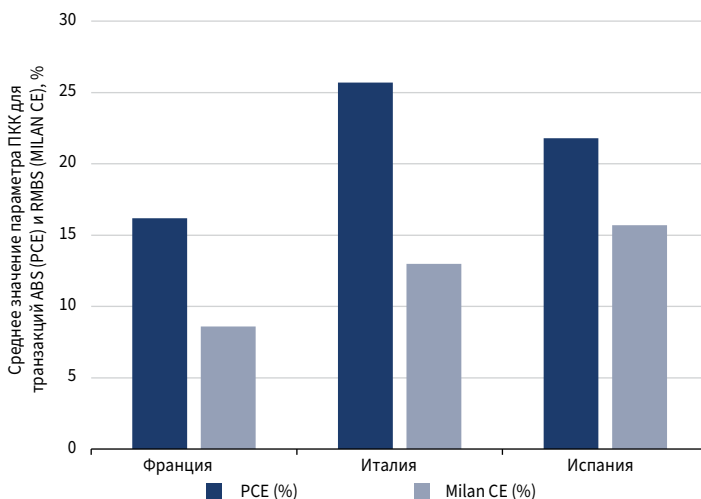
ных продуктов (срочный кредит, револьверный кредит, лизинг, кредитная линия или овердрафт), а также по тому, являются ли они обеспеченными или необеспеченными и каков тип обеспечения (недвижимость или другие активы). Типы кредитов также различаются по степени старшинства (от старших до мезонинных), по способам погашения (амортизация с различной частотой платежей или единовременное погашение в конце срока кредита) и по жизненному циклу (новый кредит, рефинансирование или реструктуризация долга).

Об уровне риска говорит тот факт, что долговые обязательства МСП, как правило, имеют кредитное качество неинвестиционного уровня. Так, например, в выборке из 42 сделок секьюритизации кредитов МСП, закрытых в период с 2017 по 2021 год, первоначальная оценка¹ Moody’s кредитного качества секьюритизированных портфелей соответствует уровню, эквивалентному рейтингу в диапазоне Ва3 для сделок из Франции и Германии, В1 для Италии и В2 для Испании. Учитывая более высокие риски активов, требуемая поддержка кредитного качества для портфелей МСП в сделках ABS (то есть модельный параметр PCE) в среднем выше, чем требуемая поддержка кредитного качества ипотечных портфелей

¹ То есть оценка на дату закрытия сделки.

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

Источник: Moody's Investors Service



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

МЕТОДЫ СНИЖЕНИЯ РИСКОВ АКТИВОВ МСП ПРИ ВЫПУСКЕ ESN

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

СТАНДАРТНЫЕ МЕХАНИЗМЫ ПОВЫШЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

Самым распространенным механизмом повышения кредитного качества (ПКК) в сделках структурного финансирования является избыточное обеспечение (OC)². Этот механизм также можно

использовать для снижения рисков активов МСП в сделках ESN.

В ABS-сделках секьюритизации активов МСП повышение кредитного качества для старшего транша достигается путем субординации младших траншей и создания резервного фонда. Общий уровень ПКК³ для старших траншей в транзакциях ABS, обеспеченных активами МСП, обычно в два-три раза выше, чем общий уровень ПКК для старших траншей с таким же рейтингом в транзакциях RMBS, что отражает более высокие риски долговых портфелей МСП. Это показано в Таблице 1, где сравнивается средний размер ПКК для старших траншей с рейтингом на уровне странового потолка в транзакциях ABS и RMBS на ключевых европейских рынках.

КРИТЕРИИ ПРИЕМЛЕМОСТИ

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

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

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

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

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

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

ТРИГГЕРНЫЕ МЕХАНИЗМЫ

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

МЕХАНИЗМЫ ПРОДЛЕНИЯ СРОКА ПОГАШЕНИЯ

ESN подвержены риску рефинансирования¹, как и обычные обеспеченные облигации. Это риск того, что после дефолта эмитента администратору массы покрытия² необходимо будет продать часть или весь пул активов из массы покрытия по потенциально заниженной цене, поскольку естественной аморти-

зации может не хватить для погашения основной суммы долга по выпущенным облигациям в установленный срок.

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

Как и в случае с обычными ОО, для снижения риска рефинансирования ESN можно использовать механизмы продления срока погашения, такие как, например, мягкий режим с разовым погашением (Soft Bullet)³ или условно-сквозной режим погашения (Conditional Pass-Through)⁴. Эти механизмы дают администратору массы покрытия больше времени для сбора поступлений от активов и, следовательно, помогают избежать срочной распродажи⁵ массы покрытия.

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

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

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

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

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

Таблица 1
Средний размер
ПКК* для старших
траншей в транзакциях
ABS и RMBS**

Источник:
Moody's Investors Service

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

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

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

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

ХЕДЖИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ И ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ

Как и в классических программах выпуска ОО, в структурах ESN можно предусмотреть использование свопов для хеджирования процентных и валютных рисков. Эффективность процентных и валютных

свопов будет зависеть от того, будет ли нормативно-правовая база по выпуску ESN допускать освобождение свопов от двусторонней обязанности предоставления гарантийного обеспечения (collateral posting), как это действует в случае с регулируемыми обеспеченными облигациями. В противном случае контрагенты по контрактам своп, скорее всего, будут расторгать контракт в случае дефолта эмитента, поскольку масса покрытия, скорее всего, не сможет служить источником гарантийного обеспечения по контракту своп.



Олег ИВАНОВ,
сопредседатель Комитета
по инвестиционным банковским
продуктам Ассоциации банков России

Цели и задачи развития рынка неипотечной секьюритизации¹

Несмотря на относительные успехи в деле выпуска ипотечных ценных бумаг, в России сделки неипотечной секьюритизации все еще носят единичный характер. Данный сегмент рынка не получил всестороннего развития: крайне ограничен перечень оригинаторов, не сформирована база потенциальных инвесторов и вторичный рынок, сохраняется ряд инфраструктурных дисбалансов, слабо задействованы механизмы государственной поддержки, не устранены отдельные законодательные ограничения. Причиной и вместе с тем следствием такой ситуации является системная недооценка потенциала неипотечной секьюритизации и роли, которую структурированные облигации специализированных финансовых обществ (СФО) могли бы сыграть в финансировании экономического роста.

В то же время сделки неипотечной секьюритизации имеют не менее длитель-

ную историю, чем выпуск российских ипотечных ценных бумаг (ИЦБ). В середине 2000-х годов стали популярными трансграничные сделки с различными классами базовых активов — потоками платежей (diversified payment rights, DPR), автокредитами, потребительскими и ипотечными кредитами, лизинговыми платежами и пр. В 2010-х годов импульс национальным сделкам неипотечной секьюритизации придали изменения в законе «О рынке ценных бумаг», закрепившие правовой статус специализированного общества (СФО, специализированное общество проектного финансирования (СОПФ)),

¹ В основу настоящей статьи положены основные тезисы и выводы доклада «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», подготовленного в декабре 2021 года совместным Комитетом по секьюритизации Ассоциации банков России и Национальной финансовой ассоциации.

последовательное совершенствование нормативных актов Банка России, а также деятельность МСП Банка в отношении пилотных сделок секьюритизации кредитов малым и средним предпринимателям (МСП).

С учетом изложенного выше представляет интерес поиск ответов на следующие вопросы:

- Является ли столь заметное отставание неипотечного сегмента глобальной тенденцией или российской особенностью?
- Можно ли, опираясь на анализ зарубежных рынков, оценить оптимальное соотношение объемов выпуска «неипотеки» и ИЦБ?
- Каковы причины того, что классы неипотечных активов до сих пор не востребованы оригинаторами и инвесторами?
- Какие шаги следует предпринять для развития рынка «неипотеки»?

НЕИПОТЕЧНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ

Несмотря на то что ипотечные жилищные кредиты повсеместно являются ведущим классом секьюритизируемых активов, на «неипотеку» приходится от 20 до 50% от общего объема выпущенных инструментов секьюритизации в зависимости от особенностей национального рынка. Не относящиеся к жилищной ипотеке сегменты рынка секьюритизации, включая коммерческую ипотеку (commercial mortgage-backed securities, CMBS), хотя и составляют меньшую часть, сохраняют свое значение и даже развиваются опережающими темпами. Если рассматривать реальный сектор экономики, то наиболее значимыми являются формы неипотечной секьюритизации разного рода обязательств юридических лиц, например субъектов МСП, крупных корпоративных заемщиков и проектных компаний, а также граждан по договорам целевого и нецелевого кредита (автокредита, образовательного, необеспеченного кредита, кредитным картам) и иным соглашениям (автолизинг). По мнению зарубежных исследователей, наибольшее влияние на экономический рост оказывает секьюритизация корпоративной, а не потребительской задолженности.

В страновом разрезе традиционными лидерами выступают США, Китай и объединенная Европа.

США. Наибольшее разнообразие видов неипотечных сделок имеет место на американском рынке. Здесь традиционно выделяются сделки секьюритизации автокредитов (auto loan ABS), автолизинга (auto lease ABS), коммерческой задолженности при приобретении машин и оборудования (commercial ABS)¹, необеспеченной потребительской задолженности (unsecured consumer ABS), специфических активов (non-traditional ABS)², долей в крупных кредитах (CLO), коммерческой ипотеки (CMBS), а также программы выпуска коммерческих бумаг (ABCP), обеспеченных различными классами активов (чаще всего потребительской задолженностью). На конец 2020 года приблизительно пятая часть американского рынка инструментов секьюритизации приходилась на неипотечные активы (\$2.4 трлн). Целевые сегменты рынка ABS инвесторы относят к категории ESG-финансирования (Environmental, Social and Governance, ESG). Они являются экологически чистыми по своей сути, например транзакции секьюритизации договоров лизинга солнечных батарей (distributed solar ABS), а также транзакции, обеспеченные договорами финансирования проектов солнечной и ветроэнергетики для нужд коммунальных хозяйств (utilityscale solar and wind power project ABS).

Европа. На долю «неипотеки» приходится около трети объемов выпуска секьюритизации. Корпоративные кредиты (collateralized loan obligation, CLO) являются вторым по величине клас-

¹ Базовым активом для данного вида сделок являются кредитные и лизинговые платежи по договорам приобретения машин и оборудования, включая коммерческий автотранспорт, сельскохозяйственную технику, строительное оборудование, используемые МСП машины и оборудование.

² Данный класс является чрезвычайно вариативным и включает задолженность МСП, доходы всего бизнеса, выручку от солнечных электростанций, дата-центров, поставки газа, таймшеринга, аренды контейнеров, продажи страховых продуктов и пр.

сом активов в Европе, объем ценных бумаг в обращении составляет около €140 млрд. Доля секьюритизированных корпоративных кредитов по странам ЕС колеблется от 5% (Германия, Испания) до 20% (Бельгия, Италия). В сфере потребительского кредитования доля секьюритизируемых кредитов составляет около 10%, что, правда, в два раза ниже показателей 2010 года. На пике доля секьюритизации задолженности субъектов МСП достигала 16% от общего объема выданных кредитов. В то же время европейский рынок сделок ESG-секьюритизации, где прошли отдельные пилотные сделки, пока еще невелик по сравнению с аналогичным рынком США.

Китай. Доля неипотечной секьюритизации составляет около 40%. При этом выпуск инструментов секьюритизации растет чрезвычайно быстрыми темпами, несмотря на то что этот рынок только зарождается. Запуск секьюритизации состоялся в 2005 году с началом пилотной программы. Последняя была остановлена в связи с разразившимся финансовым кризисом. Программа была перезапущена в 2012 году и показала быстрый рост уже через два года.

Китайскому рынку секьюритизации присуще много специфических черт, что существенно отличает его от американского и европейского рынков. Кроме банков оригинаторами сделок выступают нефинансовые организации (секьюритизация денежных потоков и лизинговых платежей). Наряду с жилищной ипотекой базовыми активами для банков выступают автокредиты и отдельные виды корпоративной задолженности. Относительно новым классом активов являются проекты государственно-частного партнерства (ГЧП) в сфере инфраструктуры. В конце 2016 года национальный регулятор принял ряд решений, стимулирующих данную модель финансирования проектов ГЧП. Большинство сделок секьюритизации используют одну из двух юридических конструкций SPV: траст — для кредитных требований, специальную компанию по управлению активами (special assets management plan, SAMP) — для выпуска корпоративных ABS.

ПОТЕНЦИАЛ РОССИЙСКОГО РЫНКА НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Кредитные портфели МСП. Перспективы рынка неипотечной секьюритизации следует рассматривать в разрезе различных классов активов. Несмотря на очевидные технологические трудности, с политической точки зрения наиболее перспективной представляется секьюритизация кредитных портфелей МСП. Одной из основных целей принятия закона о секьюритизации¹ в 2014 году провозглашено создание нового механизма финансирования кредитов, предоставляемых малому и среднему бизнесу. Законодательные изменения подкрепило наличие специализированного государственного института развития — МСП Банка (с последующим созданием Корпорации МСП). С начала 2016 года реализовано 9 сделок МСП-секьюритизации с участием пяти оригинаторов, общий объем размещенных облигаций и/или предоставленных старших кредитов составил около 50 млрд рублей. Все сделки были подготовлены и размещены с участием МСП Банка в качестве организатора. Типичные объемы размещений по сделкам составляют 5–7 млрд рублей. Согласно статистике Банка России, общая задолженность перед банковской системой по кредитам, предоставленным субъектам МСП, превышает 6,8 трлн рублей. Таким образом, вклад секьюритизации в качестве источника фондирования составляет не более 1%.

Автокредиты традиционно являются одним из самых востребованных банковских продуктов. Почти каждый второй новый автомобиль приобретает с привлечением заемных средств. Наличие обеспечения в виде залога автомобиля и средний срок (2–3 года) делают автокредиты подходящим классом активов как для статических, так и для револьверных сделок секьюритизации. Первая сделка трансграничной секьюритизации портфеля автокредитов была проведена российскими банками еще в 2005 году.

¹ Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Секьюритизация автокредитов Кредит Европа Банка в 2015 году стала первой сделкой, проведенной в соответствии с новым законом о секьюритизации¹. Общий объем задолженности по автокредитам составляет 1.2 трлн рублей. Однородность и стандартизация делают автокредиты высококачественным первичным активом. Несмотря на это, сделки автосекьюритизации в России остаются крайне редкими. За 15 лет лишь несколько банков-оригинаторов закрыли по несколько сделок общим объемом не более 20 млрд рублей. Таким образом, доля секьюритизируемых активов в данном сегменте не превышает 0.2%. Причинами столь низкого проникновения секьюритизации могут служить отсутствие профильного института развития (в отличие от сегментов ипотеки и МСП), высокая доля кредитов с субсидированной процентной ставкой, сохраняющееся недоверие инвесторов к револьверным сделкам.

Потребительские кредиты. Как и автокредиты, потребительские кредиты относились к первым классам активов, который начали секьюритизировать российские банки в середине 2000-х годов, проводя трансграничные сделки. Изначально наибольший интерес к ним проявляли банки-монолайнеры, специализирующиеся на потребительском кредитовании. Базовыми активами являлись как кредиты наличными, так и платежи заемщиков по кредитным картам. Препятствием для дальнейшего развития стал кризис 2008–2009 годов, спровоцированный кризисом на рынке subprime-ипотеки и сложной ипотечной секьюритизацией².

Быстрый рост объемов потребительских кредитов в последние годы, уве-

личение нагрузки на капитал в связи с принимаемыми Банком России мерами макропруденциального регулирования повышают интерес банков к секьюритизации потребительских кредитов. Общий объем задолженности по необеспеченным потребительским кредитам, включая задолженность по кредитным картам, составляет 11.1 трлн рублей. Пример первой сделки секьюритизации, структурированной целиком по российскому праву (Банк ВТБ), наглядно продемонстрировал потенциал данного инструмента (СФО было передано 3% портфеля потребительских кредитов банка-оригинатора).

NPL-секьюритизация. Новым трендом на рынке секьюритизации стала секьюритизация просроченной задолженности (non-performing loans, NPL). Первая российская сделка NPL-секьюритизации была закрыта в 2018 году. Вступившие в силу изменения в закон «О потребительском кредите» (п. 1 ст. 12) ограничили перечень лиц, которым банки и микрофинансовые организации (и иные лица, осуществляющие профессиональную деятельность по предоставлению потребительских займов), коллекторские организациями (то есть лица, осуществляющие деятельность по возврату просроченной задолженности физических лиц в качестве основного вида деятельности), а также СФО могут уступать требования по потребительским кредитам (займам), что создало дополнительные стимулы по использованию структурированных сделок для фондирования приобретения портфелей проблемных кредитов.

На текущий момент закрыто более 10 сделок NPL-секьюритизации общим объемом около 6.7 млрд рублей. С учетом законодательных ограничений оригинаторами сделок выступают банки, МФО и коллекторские агентства. Общий объем просроченной задолженности граждан по необеспеченным кредитам, аккумулированной на банковских балансах, составляет около 700 млрд рублей. Таким образом, в сделках секьюритизации пока задействовано от 3 до 7% данного портфеля.

Крупные корпоративные кредиты. Что касается долей в крупных корпоративных кредитах, то соответствующие

¹ Барейша И. Секьюритизация автокредитов АО «Кредит Европа Банк»: правовые и структурные вопросы // Адвокатское бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры». <https://epam.ru/files/documents/insights/56fb83f788349.pdf>.

² В 2005–2013 годах несколько сделок с потребительскими кредитами в сумме более чем на \$1 млрд закрыли банки «Хоум Кредит Финанс» и «Русский стандарт».

сделки не предполагают создания гранулированного пула, в отличие от секьюритизации низкоминальных кредитов. Базовые пулы могут включать в себя доли в синдицированных кредитах, несколько десятков крупных кредитов рейтинговым заемщикам либо долг всего одного высоконадежного заемщика. В России соответствующие сделки пока не получили распространения¹.

Квазисекьюритизацией подобно-го вида можно считать состоявшийся в 2019 году первый выпуск облигаций СОПФ «Фабрика проектного финансирования», являющегося дочерним обществом ВЭБ.РФ. В залог по облигациям СОПФ переданы транши А в синдицированных кредитах, предоставленных ВЭБ.РФ. Облигации также обеспечены государственной гарантией Российской Федерации.

В то же время на балансах банков формируется большой объем достаточно однородных портфелей крупных корпоративных кредитов (кредитных линий). Крупнейшие кредитные организации, участники Фабрики проектного финансирования, выступают кредиторами в траншах Б синдицированных кредитов. Значительные объемы кредитных средств предоставлены нефтегазовым, химическим, добывающим компаниям, инфраструктурным проектам и пр. Предпосылкой для развития данного сегмента могло бы стать развитие рынка синдицированного кредитования и более глубокое проникновение кредитных рейтингов.

Лизинговые компании. Кроме банков, в числе первых оригинаторов на российском рынке выступили лизинговые компании. Первой сделкой с данным классом активов в 2006 году стала трансграничная секьюритизация платежей по договорам лизинга желез-

нодорожных вагонов. Базовым активом выступал портфель из семи лизинговых контрактов, заключенных ОАО «РЖД» с несколькими лизинговыми компаниями. С принятием закона о секьюритизации в российском праве было проведено несколько сделок, в которых СФО передавались крупные портфели лизинговых договоров с МСП и гражданами².

Традиционная сложность данных сделок связана с наличием у лизингодателей обязательств по уплате НДС, что усложняет уступку задолженности по лизинговым платежам. Право собственности на предмет лизинга обычно сохраняется за оригинатором. Несмотря на это, большинство крупнейших лизинговых компаний рассматривают возможность проведения сделок секьюритизации.

В качестве уникальных следует упомянуть также несколько российских сделок, относящихся к секьюритизации проектов ГЧП или «всего бизнеса». С учетом вида секьюритизируемых активов они также носят «зеленый» или социальный характер³. Регулярно высказываются предложения по расширению видов секьюритизируемых активов. В начале 2021 года Агентство инвестиционного развития выступило с инициативой по эмиссии облигаций с залоговым обеспечением в виде денежных средств, которые поступят в будущем в качестве меры поддержки по соглашениям о за-

² В 2015 году лизинговая компания «Уралсиб» секьюритизировала требования на получение будущих денежных потоков по пулу более 3000 лизинговых договоров с клиентами сегмента малого и среднего бизнеса. Объем размещенных облигаций составил 2.2 млрд рублей.

³ В 2020 году состоялось размещение трех траншей облигаций различной очередности в рамках рефинансирования проекта ГЧП в социальной сфере (СФО социального развития). Совокупный объем средств, полученных от размещения облигаций, составил 6 млрд рублей. Они были направлены на рефинансирование соглашения о ГЧП. В том же году в рамках первой в России секьюритизации бизнеса (whole-business securitization, WBS) двух солнечных электростанций компании «Солар Системс» состоялось размещение облигаций ООО «СФО Русол 1», объем выпуска «зеленых» облигаций составил 5.7 млрд рублей.

¹ Еще в 2009 году в рамках трансграничной сделки ВТБ Капитал выступил организатором сделки секьюритизации активов ВТБ Австрия. В пул секьюритизированных активов вошли 20 кредитов и 9 рейтинговых еврооблигаций российских компаний. Общий объем кредитных нот, выпущенных под эти бумаги на Ирландской фондовой бирже, составил более \$550 млн.

Таблица 1
Проникновение
секьюритизации
в рыночные сегменты

Показатель	МСП	Авто	Потребитель- ский кредит	NPL потреб.	Лизинг	CLO*	Ипотека
Объем базовых активов, трлн рублей	6.8	1.2	11.1	0.7	4.8	25	11.2
Доля секьюритизации**, %	1	0.2	0.05	3	< 0.1	< 0.01	7
Потенциал*** рынка, %	10	20	10	50	5	10	30–50

* Под CLO понимается класс крупных коммерческих кредитов, в том числе синдикаций, пригодных для секьюритизации.

** Доля секьюритизации в отношении непотечных классов активов определена как максимальное за последние 20 лет отношение доли секьюритизируемых активов к общему объему соответствующего класса активов.

*** Потенциальная доля секьюритизируемых активов оценена на основе анализа рынков Европы, Северной Америки, Китая и Юго-Восточной Азии.

шите и поощрении капитальных вложений (СЗПК)¹. Всего в 2020–2021 годах заключено более 40 СЗПК на общую сумму инвестиций 1.5 трлн рублей по новым инвестиционным проектам в сферах химической промышленности, транспорта, энергетики, добычи и переработки полезных ископаемых, лесопереработки, сельского хозяйства, здравоохранения и иных сферах. Выпуск облигаций на этапе запуска мог бы стать источником фондирования подобных проектов, а их погашение будет осуществляться бы за счет выплачиваемого из бюджета в будущем возмещения части затрат.

При консервативной оценке рыночного потенциала отдельных классов акти-

вов, сделанной на основе показателей более развитых рынков, рынок непотечных облигаций СФО/СОПФ мог бы составлять 4.5 трлн рублей. С учетом глобального объема выпуска инструментов секьюритизации около \$1 трлн в 2020 году и доли России в глобальном валовом внутреннем продукте ежегодный выпуск структурированных облигаций может превышать 1 трлн рублей. Не менее четвертой части этой суммы должно приходиться на непотечную секьюритизацию, если производить оценку, руководствуясь мировым трендом.

ЗАДАЧИ РАЗВИТИЯ РЫНКА НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Регулирование. Важнейшей задачей по развитию рынка непотечной секьюритизации должно стать совершенствование его регулирования по нескольким направлениям. Необходимо выровнять сложившийся дисбаланс регуляторных условий для ИЦБ и инструментов непотечной секьюритизации. Речь идет об изменениях, проводимых на четырех уровнях:

- федеральные законы (прежде всего, закон «О рынке ценных бумаг»);
- нормативные акты Банка России²;

¹ В соответствии с законом, принятым в прошлом году, для обеспечения защиты интересов инвестора и государства, формирования прогнозируемых условий реализации крупных инвестиционных проектов механизм СЗПК предусматривает возможность предоставления инвесторам «стабилизационной оговорки» и возмещения части затрат на проект (затрат на объекты транспортной, энергетической, коммунальной, социальной и цифровой инфраструктуры, внедренные НИОКР, уплату процентов по кредитам, привлеченным для финансирования проекта в инвестиционной фазе, а также затраты на демонтаж жилых объектов военных городков) в объеме будущих налоговых поступлений от проектов. Заключить СЗПК смогут инвесторы, которые готовы вложить в проект собственные инвестиции (капиталовложения) в размере 5 млрд рублей и более (для отдельных отраслей установлены пониженные требования к объему капиталовложений).

² Указание Банка России от 07.07.2014 №3309-У, Положение Банка России от 04.07.2018 №647-П, Положение Банка России от 03.12.2015 №511-П, Указание Банка России от 10.08.2012 №2861-У, Положение Банка России от 30.05.2014 №421-П, Указание Банка России от 13.04.2020 №5436-У, Положение Банка России от 01.03.2017 №580-П.

- решения Совета директоров Банка России (определяют требования к уровню рейтинга финансового инструмента);

- стандарты (правила, документы) саморегулируемой организации (СРО).

Интересам originаторов соответствует сближение оценки рисков секьюритизации, содержащейся в действующих нормативных актах, со стандартами Базельского комитета по банковскому надзору и новым европейским регулированием (Регламентом ЕС). В этих целях следует уменьшить до 5% объем удерживаемых originатором рисков, расширить возможные формы удержания риска, уточнить требования для ППС-секьюритизации¹, временно снизить риск-веса для траншей секьюритизации, а также учесть особенности сделок секьюритизации NPL.

В целях снижения стоимости и повышения эффективности транзакций целесообразно предусмотреть в гражданском законодательстве возможность создания некоммерческого фонда специального вида, который выступал бы учредителем специализированных обществ (ипотечных агентов (ИА), СФО, СОПФ) для обеспечения независимости таких специализированных обществ от корпоративной структуры originаторов. Еще одна возможность снизить стоимость сделок секьюритизации связана с «многократным» использованием специализированного общества (несколько залоговых структур в рамках одного СФО), а также с расширением правоспособности специализированного финансового общества.

Важное значение имеет развитие вторичного рынка облигаций СФО и совершенствование его инфраструктуры. Для этих целей необходимо предусмотреть использование российских рейтингов при определении рыночного риска инструментов секьюритизации, включить облигации СФО в Ломбардный список и допустить их к операциям

РЕПО с Банком России, а также отнести инструменты секьюритизации к высоколиквидным активам для расчета показателя краткосрочной ликвидности. Для повышения прозрачности рынка, привлечения институциональных инвесторов на рынок секьюритизации и упрощения расчетов банками-инвесторами RWA по позиции целесообразно введение обязательного требования по раскрытию обезличенных характеристик пула в рамках публично раскрываемого общедоступного отчета, форма которого может быть разработана на уровне СРО.

Требуется переосмыслить критерии допуска к структурированным продуктам для различных классов инвесторов, чтобы снять избыточные ограничения и предусмотреть обоснованные стимулы. Важно разрешить НПФ инвестировать пенсионные накопления и резервы в такие инструменты, допустить на рынок качественной секьюритизации неквалифицированных инвесторов (с установлением требований по рейтингам), обеспечить трансляцию рейтинга залогового обеспечения в рейтинг облигаций, а также унифицировать применение кредитных рейтингов структурных продуктов для целей регулирования.

Объединение принципов ESG-банкинга с механизмами структурного финансирования создает основы для появления в России сделок «зеленой/социальной» секьюритизации. К настоящему моменту сформировались все необходимые предпосылки для развития этого класса активов. Базовыми активами для сделок ESG-секьюритизации могут выступать не только ипотечные кредиты, но и автокредиты, кредиты МСП, кредиты застройщикам, крупные проектные кредиты, а также иные классы «зеленых» кредитов.

Прямая государственная поддержка. Наряду с совершенствованием регулирования оправдано применение механизмов прямой государственной поддержки, разработанных и внедренных с участием институтов развития ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ и МСП Банка, к широкому классу облигаций, выпускаемых

¹ Простая — Прозрачная — Сопоставимая.

специализированными обществами (СФО / СОПФ). Риску предположить, что в будущем государственным драйвером развития неипотечных сделок станет сегмент ESG-секьюритизации.

С учетом громадных объемов финансирования, о которых заявляют адепты устойчивого развития и энергоперехода, целесообразно рассмотреть весь набор средств прямой и косвенной поддержки: бюджетное стимулирование (субсидирование купонов, налоговые льготы), косвенную поддержку банковского кредитования за счет особенностей расчет резерва на возможные потери по ссудам и коэффициентов риска, а также использование специальных инструментов рефинансирования Банка России, гарантирующих получение средств по льготной процентной ставке.

Для банков (оригинаторов и инвесторов) важно иметь возможность оперативно продавать или рефинансировать облигации (инструменты секьюритизации) из собственного портфеля. Это будет особенно актуально при создании долгосрочных ESG-портфелей. В силу особенностей (амортизируемый основной долг, сложный анализ перед покупкой) такие облигации не являются высоколиквидными, банки-инвесторы зачастую держат их до погашения, что увеличивает потребность в дополнительной ликвидности под залог облигаций (инструментов секьюритизации) в критических рыночных ситуациях. Фактор ограниченной ликвидности и невозможности проведения операций РЕПО с инструментами секьюритизации является весомым ограничителем при принятии банками инвестиционных решений.

В настоящий момент облигации, выпускаемые СФО в рамках неипотечной секьюритизации, фактически не принимаются как обеспечение по сделкам РЕПО с центральным контрагентом (им присвоено значение дисконта 100%), что обусловлено отсутствием методологии оценки риска НКЦ по инструментам секьюритизации и неготовностью принимать рейтинги, присвоенные на-

циональными рейтинговыми агентствами¹. Несмотря на это, для ипотечных облигаций ДОМ.РФ сделаны исключения на основании того, что включение в Ломбардный список способствует развитию ипотечного рынка. Представляется, что сходные политико-правые стимулы будут действовать и в отношении ESG-инструментов.

Доступность сделок РЕПО с инструментами секьюритизации важна и для развития рынка классической (многоотрашевой) ипотечной и неипотечной секьюритизации. В качестве целевой модели рефинансирования сделок секьюритизации предлагается следовать подходу Европейского центрального банка, разработанному в рамках программы выкупа активов (Asset Purchase Program, APP), частью которой является программа по выкупу инструментов секьюритизации². Для ее реализации Европейский центральный банк установил общие требования к облигациям, которые выкупаются по данной программе (Guiding principles (with examples) of Eurosystem-preferred eligible ABSs):

¹ Как разъясняется в письме Банка России от 19.11.2020 «Каковы принципы формирования Ломбардного списка Банка России?», «рефинансирование Банком России кредитных организаций относится к основным инструментам денежно-кредитной политики и осуществляется на обеспеченной основе. Те ценные бумаги, которые Банк России готов принимать в обеспечение по операциям рефинансирования кредитных организаций, входят в Ломбардный список. Иных, не связанных с денежно-кредитной политикой, целей включения ценных бумаг в Ломбардный список нет. Включение ценных бумаг в Ломбардный список не призвано стимулировать банковский сектор инвестировать в определенные классы активов и не должно создавать у других непрофессиональных участников рынка представления о дополнительной гарантированности или надежности активов только из-за того, что Банк России принимает их в обеспечение, что искажает оценку риска и стоимости таких активов».

² Decision (EU) 2015/5 of the ECB of 19 November 2014 on the implementation of the asset-backed securities purchase programme, ECB/2014/45.

1. Передаваемые в обеспечение по облигациям (ABS) активы должны представлять собой диверсифицированный, гранулированный портфель кредитов хорошего качества.

2. Секьюритизируемые кредиты должны предоставляться заемщикам с использованием критериев качественного андеррайтинга.

3. Сделка должна иметь простую и надежную структуру.

4. Оригинатор должен обладать финансовой устойчивостью и на регулярной основе участвовать в сделках секьюритизации (или демонстрировать такое намерение). Интересы оригинатора и инвесторов должны быть сбалансированы.

5. Процентный риск в сделке должен быть хеджирован, что должно быть прямо отражено в документации по сделке.

6. В документации по сделке должны быть отражены процедуры и действия, гарантирующие защищенность от банкротства сервисера, иных контрагентов и оригинатора.

7. Сделка должна характеризоваться высоким уровнем прозрачности.

Инструменты секьюритизации призваны служить значимым источником долгосрочного финансирования российской экономики и достижения целей приоритетных национальных проектов. Причиной и одновременно следствием слабости рынка является системная недооценка потенциала непотечной секьюритизации и роли, которую структурированные облигации СФО / СОПФ могли бы сыграть в финансировании экономического роста. Снятие искусственных ограничений для оригинаторов, формирование базы потенциальных инвесторов и вторичного рынка, последовательное признание национальных рейтингов «.sf», а также адаптация механизмов государственной поддержки позволили бы повысить роль непотечной секьюритизации как источника долгосрочного финансирования. Консервативная оценка рыночного потенциала отдельных классов активов, сделанная на основе показателей более развитых рынков, показывает, что в среднесрочной перспективе общий объем непотечных облигаций СФО / СОПФ мог бы приблизиться к объемам выпуска ИЦБ.



Сергей КАДУК,
начальник Управления
секьюритизации и структурных
продуктов, ПАО «Совкомбанк»

Single asset, single borrower выпуски как подкласс сделок CMBS и их потенциал в России

Так называемые SASB (single asset, single borrower) сделки, где обеспечением выступает один или несколько ипотечных кредитов на один крупный объект недвижимости, стали основным типом CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) сделок в США в 2021 году. Объем SASB-сделок в 2021 году в два раза превзошел объем классических кондуитных сделок.

Самые громкие сделки прошлого года включали: здание Grace Building в Нью-Йорке стоимостью \$734 млн, здание 277 Park Ave в Нью-Йорке стоимостью \$750 млн и гостиничный курорт The Atlantis на Багамах стоимостью \$1 млрд.

ОБЗОР РЫНКА

Современный CMBS рынок зародился в США в 1989 году как следствие кризиса

системы ссудно-сберегательных банков (Savings & Loans). Для разгрузки балансов банков была создана программа секьюритизации, в ходе которой государственная компания Resolution Trust Corporation (RTC), оставляя большую часть рисков по портфелям коммерческой ипотеки на себе, продавала в рынок более надежные, защищенные от потерь транши.

Частные банки, получившие опыт участия в бумагах, выпускаемых под эгидой RTC, стали развивать собственные CMBS-секьюритизации, так называемые private-label CMBS. За тридцатилетнюю историю рынок частных коммерческих ипотечных бумаг прошел большой путь и превысил \$550 млрд в 2021 году. Общий объем новых выпусков составил \$109 млрд, почти в два раза превысив объемы 2020 года.

В классической форме CMBS выпускаются через траст-кондуит (REMIC),

что позволяет выплачивать средства инвесторам без налоговых удержаний. Конduitные сделки имеют сходные характеристики: размер сделок около \$1 млрд, портфель из 50–100 кредитов от \$1 до 100 млн, где 10 крупнейших кредитов составляют более 50% портфеля. Кредиты со сроками 10 лет с фиксированными ежемесячными процентами — такие бумаги обычно выкупаются институциональными инвесторами, банками и страховыми компаниями в соответствии с их потребностями в риске, доходности или дюрации.

SASB (single asset, single borrower) сделки стали появляться после кризиса 2008 года. Основу обеспечения составляют кредиты, обеспеченные одним или несколькими (до 10 шт.) объектами недвижимости. 2021-й стал знаковым годом для SASB-сделок в США, так как объемы выпуска SASB-сделок впервые и значительно обогнали объемы conduitных сделок: \$77.7 млрд SASB-сделок против \$30.5 млрд conduitных.

Такое развитие событий было обусловлено несколькими факторами:

- низкие процентные ставки и желание заемщиков рефинансироваться через секьюритизацию;
- спрос инвесторов на высокодоходные инвестиции (SASB предлагают дополнительную маржу);
- рост стоимости активов в отдельных городах;
- уменьшение пулов CMBS после кризиса;
- общее привлечение покупателей к приобретению так называемых trophy assets: знаковых, хорошо известных объектов недвижимости;
- конкурентоспособный рынок кредитования CMBS, который был готов финансировать подобные сделки.

ОСОБЕННОСТИ SASB-СДЕЛОК

В отличие от conduitных SASB-сделок не шаблонны и могут сильно отличаться одна от другой. Лежащий в обеспечении кредит может быть либо с фиксированной, либо с плавающей ставкой, может иметь сроки и порядок погашения, типичные для конкретного рынка и типа недвижимости. В кредит могут быть за-

шиты опционы, степ-ап купоны и иные спецусловия.

Также имеется большой контраст в структуре сделок. Conduitные сделки стандартны: старшие AAA транши требуют 30% кредитного усиления. SASB сделки индивидуальны, размер кредитного усиления, который может потребоваться для AAA траншей, может составлять от 30% до 70%.

Различия на этом не заканчиваются. Как правило, conduitные сделки содержат несколько AAA траншей с ожидаемой средней жизнью (WAL) меньшей, чем у субординированных траншей. Водопад платежей обычно последовательный, а кредитные убытки распределяются снизу вверх. Это дает каждому траншу различную чувствительность к изменению кривой и кредитному качеству. При этом средняя жизнь и доходность каждого транша хорошо предсказуемы. Это достигается благодаря тому, что большинство коммерческих ипотечных кредитов имеют похожие характеристики в отношении запретов на досрочные погашения. Досрочные погашения обычно возможны только в определенные периоды времени и содержат условия по поддержанию доходности для кредиторов. Условия могут включать требования по приобретению Treasuries для компенсации выпадающих денежных потоков, штрафы и комиссии за досрочное погашение.

Сделки SASB выпускаются несколькими траншами, зачастую с одинаковым ожидаемым WAL, а основными различиями между траншами является уровень кредитной поддержки. Важным отличием SASB является распределение сумм досрочных погашений. Стандартно досрочные погашения распределяются пропорционально между траншами. Также возможны варианты, когда 15–25% процентов предоплатных платежей распределяются пропорционально, а остаток распределяется последовательно по старшинству траншей.

РИСКИ SASB-СДЕЛОК

Основными рисками SASB-сделок являются, очевидно, риск неплатежей по кредиту, вызванный недополучением дохода от аренды или банкротством соб-

ственника, и риск переоценки предмета залога, вызванный изменением экономических факторов или выявленными дефектами в состоянии здания. Обычно риск переоценки здания реализуется как следствие недополучения арендных платежей и невозможности найти замену неплатежеспособному арендатору.

Уровень неплатежей 90+ в 2021 году существенно снижался после пика в 2020 году в 12%, вызванного COVID-19, до исторических средних уровней 4–5%.

За 2021 год 575 объектов недвижимости были переоценены в среднем на 34.4% ниже начальной оценки. Новые оценки заказывают после дефолта по кредитам с целью ограничить выплаты инвесторам от сервисеров. Бывают и совсем исключительные случаи с переоценкой объектов до 10–15% от начальной стоимости.


SASB-СДЕЛКИ В РОССИИ

Короткая история CMBS-секьюритизации в России насчитывает всего 3 сделки. Все они не имели рыночного характера и не рейтинговались. Все эти сделки являлись SASB, так как обеспечивались одним или двумя объектами недвижимости.

Рейтингование CMBS-сделок в России возможно только в случае SASB-сделок. На момент подготовки этой статьи у российских рейтинговых агентств отсутствовали утвержденные методологии для сделок, состоящих из многих коммерческих ипотечных кредитов. Напротив, сделки с единичными кредитами «Эксперт РА» может рейтинговать с помощью «Методологию присвоения кредитных рейтингов инструментам структурированного финансирования, выпущенным в рамках сделок секьюритизации негранулированных пулов активов», а АКРА может применить «Методология присвоения кредитных рейтингов эмитентам, инструментам и обязательствам проектного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации».

Пример рейтингования сделки, содержащей в числе прочего и ипотеку (зalog) коммерческой недвижимости, есть. Сделка «СФО РуСол 1» рейтинговалась рейтинговым агентством АКРА с помощью на методологии рейтингования сделок проектного финансирования.

В текущем состоянии развития рынка перспективы для выпуска рыночных рейтингованных коммерческих ипотечных бумаг имеются только для SASB-сделок.



ЛУЧШИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

 Cbonds

Самая «розничная» сделка
первичного размещения:
сделка секьюритизации
потребительских кредитов ВТБ
объемом 35 млрд. руб.

2021

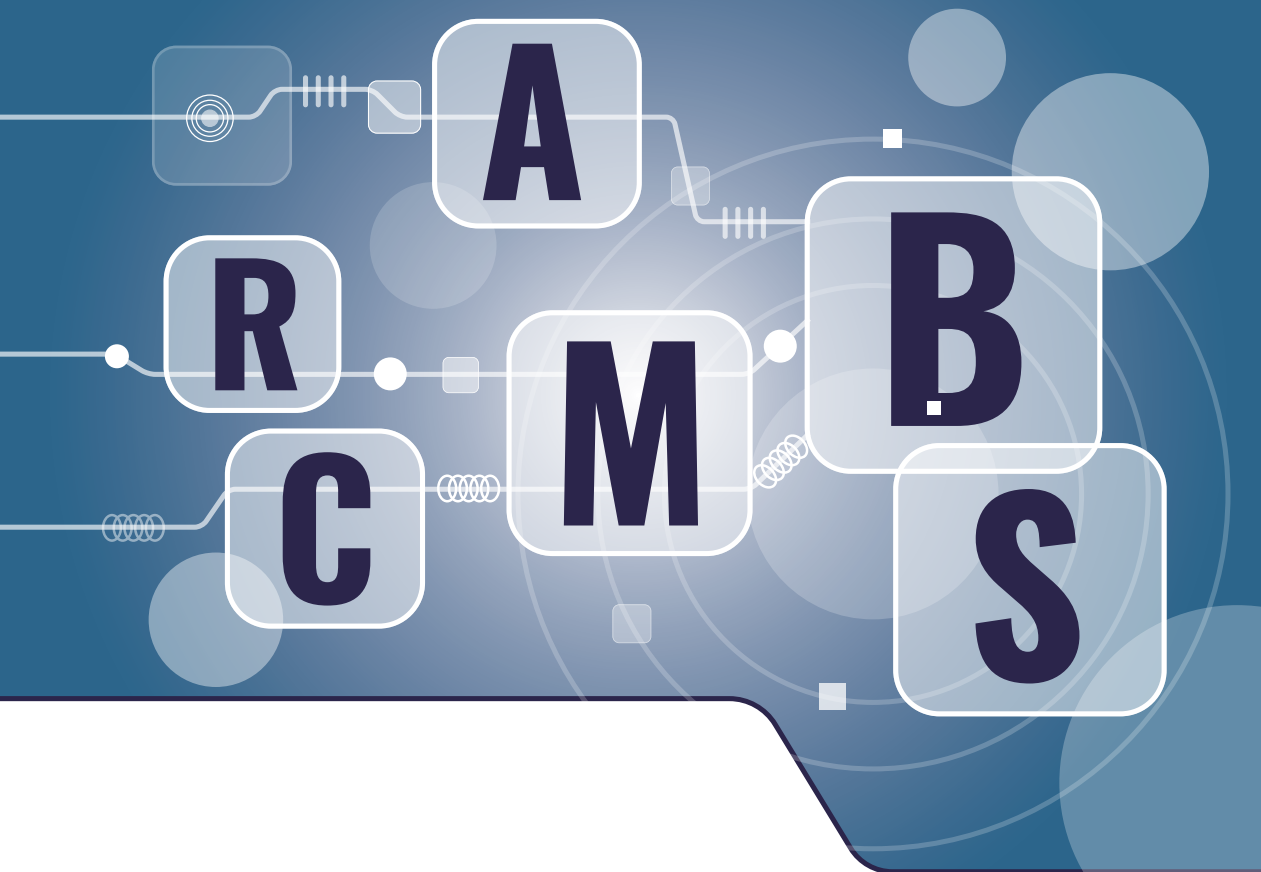
 ВТБ

Самая крупная сделка на рынке
ипотечной секьюритизации:
выпуск ипотечных облигаций
с поручительством ДОМ.РФ
объемом 207,6 млрд. руб.

2021

VTBCAPITAL.RU / +7 (495) 960 99 99

Данный рекламный модуль подготовлен АО ВТБ Капитал, размещается на правах рекламы и охраняется авторским правом. Воспроизведение в любом виде любой части настоящего модуля не разрешается без предварительного письменного согласия АО ВТБ Капитал. Термины, используемые в настоящем рекламном модуле, отражают терминологию, употребляющуюся в сложившейся рыночной практике, и могут полностью не соответствовать значениям, определенным применимым законодательством, включая законодательство РФ. Деятельность АО ВТБ Капитал регулируется Центральным Банком Российской Федерации. АО ВТБ Капитал имеет лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №045-11463-100000, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам 31 июля 2008 года. ВТБ Капитал, Инвестиционный бизнес Группы ВТБ.



Инфраструктура
рынка
секьюритизации



Анна ЗАЙЦЕВА,
генеральный директор,
ДК «Регион»

Электронные закладные: первые итоги

Спустя два с лишним года с момента появления в российском законодательстве понятия «электронная закладная» можно подвести некоторые итоги внедрения данного инструмента.

Наверное, главный итог — электронные закладные выпускаются. Можно констатировать, что инструмент заработал. Выпущены уже сотни тысяч электронных закладных десятками банков, проведены первые сделки секьюритизации с электронными закладными. Ипотечные облигации в рамках этих сделок обеспечены пулами, состоящими полностью или частично из электронных закладных. Таким образом, можно уверенно говорить о «промышленном масштабе» выдачи электронных закладных.

Путь был тернист у первопроходцев. На старте наблюдалось много проблем. Закладные терялись при отправке банками в Росреестр, терялись на пути из Росреестра в депозитарий, застреивали в СМЭМ, до регистратора не доходи-

ли ответы депозитария, в депозитарий приходили по несколько дубликатов закладных. Все это было, было непросто. Первые электронные закладные буквально «проносили на руках». Коллеги из банков, кто терпеливо отработывал новую электронную регистрацию, вызывают буквально восхищение за свою терпеливость и последовательность. Конечно, основная нагрузка легла на их плечи. Им пришлось урегулировать проблемы с клиентами, когда ранее направленные закладные «терялись» и приходилось направлять заново.

Спустя два года можно констатировать, что технические проблемы остались позади и встречаются крайне редко. Сейчас даже при выпуске первых электронных закладных у большинства банков процесс проходит беспрепятственно и завершается успешно. Обороты быстро нарастают.

Электронная закладная позволила многократно ускорить процесс приема закладной на депозитарный учет благодаря стандартизации большинства данных в закладной.

ЭТАПЫ ВЫПУСКА ЭЛЕКТРОННОЙ ЗАКЛАДНОЙ

Процесс выпуска электронной закладной состоит из нескольких этапов и немного отличается от описанного в законе. Обозначим эти этапы, а также проблемы, которые могут возникнуть на каждом из них.

1. Формирование электронной закладной, подготовка комплекта документов, подписание закладной залогодателями, должниками и залогодержателем, отправка в Росреестр.

Количество ошибок на этом этапе прямо пропорционально уровню автоматизации банковской услуги при выдаче ипотеки. Чем более технологичен банк, чем более стандартизировано заполнение полей договоров и данных в учетной системе, тем меньше ошибок появляется в оформленной закладной. Чем больше используется текстовых форматов, тем ошибок больше.

На данном этапе можно отметить следующие ошибки, допускаемые при формировании электронной закладной.

- Ошибки в указании адреса объекта недвижимости. В форме электронной закладной адрес можно указать в стандартизированных полях (и тогда ошибок не возникает), а можно указать в текстовом поле. Если во внутренней учетной системе банка адрес является текстовым полем, чаще всего в электронной закладной его тоже включают в текстовое поле. И тогда при наличии ошибок в адресе это выявляется только на уровне проверки закладной депозитарием.

- Ошибки в заполнении паспортных данных должников и залогодателей.

- Ошибки при подписании электронной закладной. Эта категория включает различного рода проблемы с сертификатами, удостоверяющими центрами, верным отражением данных о подписантах. Случалось в нашей практике также, что одной электронной подписью была подписана электронная закладная от имени нескольких должников.

2. Проверка комплекта документов регистратором, при положительном результате — направление в депозитарий хранения запроса на зачисление элек-

тронной закладной на указанный счет депо с приложением черновика электронной закладной (в направляемой электронной закладной еще отсутствует указание номеров, которые проставляет регистратор, и отсутствует подпись регистратора, поэтому считать этот документ электронной закладной нельзя, назовем его «черновик электронной закладной»).

3. Проверка депозитарием поступившего черновика электронной закладной. При положительном результате проверки — направление в Росреестр согласия на зачисление, при отрицательном результате проверки — отказ.

На данном этапе при получении черновика электронной закладной депозитарий проверяет наличие (правильность указания) номера счета депо залогодержателя — будущего владельца закладной, а также правильность заполнения самой электронной закладной.

Депозитарий при приеме на учет и хранение ценной бумаги должен убедиться в том, что ценная бумага таковой является, то есть полностью отвечает требованиям закона, в данном случае Федерального закона № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

Статья 14 федерального закона 102-ФЗ определяет перечень обязательных полей в закладной, а также содержит указание, что при отсутствии какого-либо поля документ, поименованный «закладная», не является закладной и не подлежит выдаче первоначальному залогодержателю. Электронная закладная считается выданной в момент ее зачисления на счет депо первого владельца. Таким образом, при приеме документа, не соответствующего требованиям 102-ФЗ (в том числе статье 14), депозитарий нарушает в том числе требования профильного законодательства, предусматривающего депозитарный учет только ценных бумаг.

Проверка осуществляется автоматически, положительный ответ также формируется автоматически и отправляется в Росреестр. Если при автоматической проверке выявляются ошибки, черновик переходит на второй этап проверки, который осуществляет специ-

алист депозитария, определяя причину выявленной ошибки, он же принимает решение о согласии на прием закладной или об отказе от приема.

При формировании отказа от приема электронной закладной на хранение и учет обязательно указываются причины отказа с отметкой, какое требование закона к закладной не выполняется в данном случае.

4. При условии положительного ответа депозитария регистратором производится регистрация электронной закладной и заполнение полей о государственной регистрации, а электронная закладная, подписанная подписью регистратора, направляется в депозитарий.

5. Проверка электронной закладной депозитарием и зачисление электронной закладной на счет депо при положительном результате проверки.

На данном этапе депозитарий проверяет, что поступившая электронная закладная соответствует ранее поступавшему черновику, а также осуществляет проверку данных, внесенных регистратором, в том числе подпись регистратора.

К сожалению, наибольшее число ошибок встречается именно на этом этапе. Это многочисленные вариации неверного номера государственной регистрации ипотеки, номера закладной или номера государственной регистрации права, а также систематическое отсутствие номера государственной регистрации ипотеки земельного участка (при ипотеке жилого дома) в рамках ряда регионов. Такие ошибки говорят о наличии недоработок на стороне Росреестра: какие-то из ошибок — о недоработке ИТ-системы, какие-то — о необходимости дополнительного обучения персонала особенностям работы с электронными закладными. В то же время следует отметить, что и на данном этапе видна тенденция к сокращению числа ошибок.

Если электронной закладной удалось преодолеть все пять этапов, она зачислена на счет депо, и дальнейшие операции с ней становятся быстрыми и простыми. Смена владельца заклад-

ной, формирование пула для продажи или секьюритизации и, как следствие, сама секьюритизация происходят в день подачи соответствующего поручения в депозитарий.

ВНЕСЕНИЕ ИЗМЕНЕНИЙ И ПОГАШЕНИЕ ЭЛЕКТРОННОЙ ЗАКЛАДНОЙ

Внесение изменений в закладную при ее электронном виде также существенно упростилось. Нет необходимости забирать закладную в депозитарии, передавать ее в Росреестр (а зачастую делается это руками заемщика, то есть закладная отдается заемщику, чтобы он самостоятельно осуществил регистрационные действия), возвращать обратно в депозитарий. Все эти мероприятия требуют ресурсов и несут риск потери закладной, в то время как внесение изменений в электронную закладную предусматривает удаленную электронную подачу документов. Далее депозитарий и Росреестр взаимодействуют самостоятельно, а владелец закладной получает отчет о внесенных изменениях.

Несколько тревожно обстоят дела с погашением электронных закладных. К сожалению, встречаются случаи ошибочного направления Росреестром в депозитарий уведомлений о погашении закладной. В соответствии с законом депозитарий безоговорочно должен списать со счета депо электронную закладную по такому уведомлению, для списания не требуется поручение или согласие владельца. Если позднее выясняется, что уведомление было направлено ошибочно, то восстановление записи по счету депо возможно только в судебном порядке.

Столкнувшись с проблемами ошибочных погашений, наш депозитарий предложил схему восстановления записей по счету депо на основании (а) письменного подтверждения Росреестра об ошибочном уведомлении, (б) выписки Росреестра с указанием о действительности ипотеки и (в) ранее направленной электронной закладной. Однако Банк России указал нам на отсутствие такого порядка в рамках действующе-

го законодательства и о единственной возможности восстановления записей по счетам депо в судебном порядке.

В то же время динамика к сокращению таких ошибочных уведомлений также на лицо. Есть все основания полагать, что их число сойдет на нет по мере доработки ИТ-системы Росреестра в ближайшее время. Но вероятность таких ошибок в будущем в любом случае останется не нулевой. На наш взгляд, было бы полезным иметь возможность исправлять технические ошибки без привлечения суда.

ПРЕИМУЩЕСТВА ЭЛЕКТРОННОЙ ЗАКЛАДНОЙ ПЕРЕД ДОКУМЕНТАРНОЙ

В прошлых выпусках «Энциклопедии» я неоднократно писала о депозитарном учете закладных, о преимуществах, которые он имеет перед бумажным обращением закладных. Могу уверенно сказать, что все мои «фантазии» подтвердились, а электронные закладные даже их превзошли.

Электронные закладные имеют ряд преимуществ перед документальными. Вот лишь основные из них.

- Существенное сокращение числа ошибок при заполнении закладной, что увеличивает процент успешно принятых на учет закладных, годных для последующих сделок секьюритизации. При формировании пулов для дальнейшей секьюритизации в некоторых случаях отсев при проверке документальных закладных составлял до 20%, что существенно осложняло задачу банка по достижению требуемого объема ипотечного покрытия.

- Увеличение скорости проверки закладных и сокращение себестоимости этой услуги за счет автоматизации процесса.

- Сокращение сроков подготовки к сделке секьюритизации. Высокая скорость достигается за счет того, что нет необходимости аккумулировать закладные для проверки, сокращаются сроки самой проверки, отсутствует отсев закладных из-за некорректного оформления и наличия ошибок. По опыту проведения нескольких сделок секью-

ритизации электронных закладных в 2021 году можно сделать однозначный вывод о существенном сокращении сроков и простоте процесса. В одной из сделок Специализированный депозитарий «Регион» принял участие, будучи также депозитарием хранения и депозитарием учета. В этом случае все электронные закладные уже находились на хранении в депозитарии, они уже были проверены при приеме на депозитарный учет, и если нет дополнительных критериев проверки под конкретную сделку, то формирование ипотечного покрытия — дело техники и занимает считанные минуты. В другой сделке специализированный депозитарий принял участие, будучи только депозитарием учета (функцию депозитария хранения выполняет сам банк-оригинатор). В этой сделке формирование ипотечного покрытия заняло чуть больше времени, но в любом случае в пределах одного рабочего дня после получения файлов электронных закладных от клиента для проверки. В обоих случаях ипотечное покрытие было сформировано в течение рабочего дня. Формирование пула документальными закладными занимает от нескольких недель до нескольких месяцев, которые тратятся на проверку закладных, исправление ошибок и повторную проверку после их исправления.

- Сокращение издержек на хранение и транспортировку закладных.

- Высокая скорость и безрисковость внесения изменений в закладные.

- Оперативная информация о погашении закладных в специализированном депозитарии и, как следствие, актуальная информация при расчете размера ипотечного покрытия.

Для нас как для депозитария и специализированного депозитария электронные закладные являются буквально олицетворением мечты об автоматизации и снижении операционных рисков. Процесс приема закладной на учет полностью автоматизирован: черновик электронной закладной поступает через СМЭВ, автоматически проверяются подписи, заполнение, формируется ответ в Росреестр, поступившая электронная закладная так же автоматиче-

ски поступает через СМЭВ, проверяется, зачисляется на счет депо, отправляется отчет в Росреестр и владельцу. Процесс полностью автоматизирован, и сотрудник депозитария может вечером зайти в систему и посмотреть, сколько закладных зачислено на счета депо за день. Мечта ведь! Большинство электронных закладных зачисляются именно так. Если ошибки в заполнении закладных исчезнут, участие сотрудников не будет требоваться совсем. А пока встречаются ошибки, есть и ручная проверка. Формировать автоматический отказ в приеме мы считаем для себя неприемлемым. Уже очевидно, что число закладных, которые могут быть приняты депозитарием в течение дня, многократно возросло, себестоимость этой услуги существенно снизилась, операционные риски также существенно сократились.

За более чем пятнадцатилетний опыт работы с документарными закладными нами были проверены сотни тысяч документарных закладных, накоплена огромная статистика ошибок, которые ведут к нарушению закона 102-ФЗ и невозможности включения закладной в состав ипотечного покрытия. Наиболее частыми были такие, казалось бы, не существенные ошибки, как «от-

сутствует нумерация страниц», «не хватает подписи или печати регистратора на прошивке», «нарушена прошивка», «неверно указан орган регистрации». Электронные закладные, к счастью, полностью лишены такого рода пороков, а стандартизированный формат заполнения самой закладной многократно сократил и иные ошибки при заполнении.

В заключение хочется выразить благодарность коллегам, которые приложили очень много усилий, чтобы выдача электронных закладных стала возможной, а главное — технологичной и безошибочной. Тем, кто обеспечивал связь с Росреестром для донесения возникающих проблем; тем, кто помогал эти проблемы решать, в том числе на стороне Росреестра. Конечно, огромная благодарность нашим клиентам, которые не побоялись быть первыми и наладили у себя выдачу электронных закладных. Пока не все идеально, но тем не менее процесс работы с электронными закладными внедрен, отлажен и работает в «промышленных масштабах». Ежедневно в наш депозитарий поступают сотни электронных закладных, и это только начало.



Анастасия МИШУРИНСКАЯ,
руководитель проекта
«Цифровая ипотека»,
ООО «Системы распределенного реестра»

Блокчейн-технология для развития рынка секьюритизации

На сегодняшний день цифровизация затронула практически все сферы экономики, производства и жизни современного общества. Рынок секьюритизации — не исключение. Длительность и сложность процедур проверки бумажных закладных при подготовке к сделкам секьюритизации становились весомым камнем преткновения для многих участников рынка.

Применение современных блокчейн-технологий при проведении сделок секьюритизации позволяет упростить процедуру оформления сделок и ускорить процесс, сделав его более прозрачным и надежным, а также исключить мошеннические действия и человеческий фактор. И это лишь некоторые из преимуществ, которые дает рынку секьюритизации технология распределенного реестра.

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ТЕКУЩЕГО ГОДА

Облигации с ипотечным покрытием привлекательны для инвесторов тем, что обладают высокой надежностью и пониженным коэффициентом риска. Инициатору выпуска (владельцу закладных) они позволяют освободить баланс и снизить давление на капитал. Выпуск реестра ипотечного покрытия (РИП) с электронными закладными, безусловно, произвел революцию на рынке ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), так как при подготовке к сделке секьюритизации больше всего времени занимает проверка закладных (досье) специализированным депозитарием. Согласно требованиям закона №152-ФЗ от 11.11.2003 «Об ипотечных ценных бумагах», проверяются все бумажные закладные, включенные в портфель для секьюритизации, дата оценки предмета ипотеки и актуальность страхового

покрытия. Электронные же закладные (ЭЗ) проверяются еще на этапе их выпуска Росреестром и постановки на учет депозитарием, далее требуется лишь проверить актуальность параметров ЭЗ согласно законодательству на момент включения в РИП и наличие страхового покрытия. В случае проведения сделок между участниками распределенного реестра в доверенной среде, основанной на блокчейн-технологии, когда все участники гарантированно получают информацию или документ в неизменном виде, процесс проверки ЭЗ, которые предполагается включить в РИП, может быть пройден в течение одного дня.

Первые сделки секьюритизации были проведены в 2006 и 2007 годах, тернистый путь выпуска облигаций с ипотечным покрытием прошли «Совфинтрейд» (дочерняя организация Газпромбанка), АИЖК и КБ «МИА». У каждого из участников объем выпуска не превышал 3 млрд рублей. Напомню, что в основном сделки проводились с привлечением юридического консультанта и рейтингового агентства. Кризис 2008 года, повышение ставок по ипотечным кредитам, невозможность долгосрочного планирования семейного дохода и, как следствие, падение спроса на ипотечное кредитование, а также повышенные риски для инвесторов сыграли свою роль, и в 2008–2010 годах практически не было роста вторичного рынка, несколько участников рынка ипотечного кредитования провели разовые выпуски.

С 2011 года рынок секьюритизации показывает планомерный рост по классическим сделкам секьюритизации. В 2017 году институт развития АО «ДОМ.РФ» (ранее АИЖК) вывел на рынок Фабрику ИЦБ для выпуска однотраншевых облигаций с поручительством ДОМ.РФ. Фабрика ИЦБ способствовала активному развитию рынка, а именно избавила инициаторов выпуска от привлечения рейтинговых агентств и юридических консультантов, создания SPV (ипотечного агента) под каждую сделку секьюритизации. Появилась возможность множества однотипных выпусков на базе единой эмиссионной документации (проспекта), а также гарантии

для инвестора (владельца облигаций) исполнения обязательств по облигациям, что расширило круг инвесторов. Теперь облигации доступны неограниченному кругу лиц.

Последние три года имеет место очень активная динамика, и этому есть объяснения: во-первых, достигшие исторического минимума сниженные ставки для заемщиков и рекордные показатели выдачи ипотечных кредитов банками, во-вторых, быстрое накопление портфелей на балансе банков, а также развитие рынка ИЦБ благодаря программе с поручительством АО «ДОМ.РФ» и развитию технологических решений. Объем секьюритизации в 2021 году достиг более чем 400 млрд рублей, при этом 20% секьюритизированных закладных являются электронными.

ЧТО ДАЕТ СЕКЬЮРИЗАЦИИ ТЕХНОЛОГИЯ БЛОКЧЕЙН

Использование технологии блокчейн в сделках секьюритизации дает возможность сократить сроки подготовки портфеля к включению в РИП, а значит, напрямую ведет к сокращению затрат как инициатора выпуска, так и депозитария, обслуживающего такие закладные.

В настоящее время на основе блокчейн-технологии «Мастерчейн» реализована Децентрализованная депозитарная система, участниками сети которой являются Росреестр и депозитарии, осуществляющие хранение и учет прав на ЭЗ. В системе реализован выпуск ЭЗ и их депозитарный учет. Создана доверенная среда участников сети, обеспечена юридическая значимость транзакций за счет использования электронной цифровой подписи, а также используются смарт-контракты для хранения и обработки транзакций. В конце 2021 года запущен правительственный эксперимент по апробации способа взаимодействия Росреестра и депозитариев, осуществляющих хранение, по передаче электронных закладных по каналу «Мастерчейн», который должен обеспечить ускорение выпуска ЭЗ, исключение несанкционированных действий с закладными и отсутствие «потерянных» закладных. Промежуточные ито-

ги эксперимента будут подведены уже в марте текущего года, а сам эксперимент продлится до 1 ноября 2022 года. Предполагается, что после присоединения регулятора к доверенной среде участников Банк России сможет осуществлять проверки, предусмотренные нормативными актами, используя «Мастерчейн».

ТЕХНОЛОГИЯ И РЫНОК

Цифровизация процессов, как основная тенденция последних 5–7 лет, приобрела еще большую значимость и активную поддержку на всех уровнях, от правительства до непосредственных получателей услуг, нас с вами. Согласитесь, что это удобно. Тот, кто однажды воспользовался услугой удаленно, сидя в удобном кресле дома, уже не пойдет за такой же услугой в офис компании. Финансовые институты, телекомы, государственные корпорации и федеральные органы исполнительной власти активно изучают и внедряют новые технологии, участвуют в экспериментах и пилотах, организуют сервис, которым клиентам — физическим, юридическим лицам и ИП — удобно и приятно пользоваться «из дома». Также активно изучается возможность применения и внедрения технологии блокчейн в сферах

энергетики, строительства, логистики и торговли, туризма, страхования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Фактически процедура секьюритизации остается достаточно сложной и трудозатратной, только если используются бумажные закладные, в таких случаях процесс подготовки к сделке растянут по времени от двух до девяти месяцев. Если конечная цель ипотечного банка — секьюритизация, то он должен быть заинтересован в переходе на ЭЗ. Дальнейшее развитие технологических решений будет еще сильнее способствовать развитию вторичного рынка ИЦБ и упрощать процедуры.

Росреестр уже принимает участие в правительственном эксперименте по апробации способа взаимодействия Росреестра и депозитария хранения с помощью технологии «Мастерчейн», включение ЭЗ в РИП и дальнейшее сопровождение РИП (аннулирование, внесение изменений в ЭЗ) гарантированно будут проходить быстрее и без потери данных. Проведение сделок с использованием блокчейн-технологии исключает мошеннические действия и человеческий фактор, так как система работает на базе смарт-контрактов.



Надежда ЛЕБЕДЕВА,
старший юрист,
Trewetch Group

О корпоративном структурировании компаний специального назначения: желания и возможности

Использование некоммерческих фондов как учредителей (участников) компаний специального назначения (далее — КСН) является общепринятым на рынке секьюритизации, в том числе поддержанным Банком России, Министерством юстиции России, рейтинговыми агентствами.

В противовес установившейся практике новым веянием корпоративного структурирования сделок секьюритизации стало стремление originаторов уйти от «сиротского» статуса КСН и прямо или косвенно участвовать в уставном капитале ипотечного агента или специализированного финансового общества

(далее — ИА, СФО)¹, но по-прежнему привлекать стороннюю независимую организацию для осуществления ею функций единоличного исполнительного органа КСН.

Совпадают ли желания originаторов с предоставляемым им законодателем возможностями?

До сих пор действующее антимонопольное законодательство не предусматривает каких-либо исключений или специальных

¹ См.: Лебедева Н.Л. Первые шаги судей в делах по сделкам неипотечной секьюритизации: учимся ходить // Энциклопедия российской секьюритизации, 2021. С. 144.

положений по применению антимонопольных требований к ипотечным агентам и специализированным обществам. С точки зрения исключительно буквы закона, участник КСН, владеющий долей в уставном капитале КСН в размере более 50%, будет входить в группу лиц КСН, следовательно, и в группу лиц управляющей организации такого общества. При этом если этот же самый участник КСН входит в группу originатора, то вся группа лиц КСН автоматически, благодаря своему участнику как связующему звену, попадает в группу лиц originатора в силу статьи 9 Федерального закона от 26.07.2006 №135-ФЗ «О защите конкуренции» (далее — Закон о защите конкуренции).

Более того, группа лиц КСН через управляющую организацию, несмотря на ее независимость, по формальному признаку включает и всех остальных ипотечных агентов, специализированных обществ и иных юридических лиц, функции единого исполнительного органа которых осуществляет одна и та же компания.

Таким образом, повторим, **по формальному признаку** группа лиц различных КСН может охватить своей сетью связующих звеньев группы лиц и различных originаторов, в том числе из смежных или даже одних и тех же отраслей. Это приводит к парадоксу: независимая управляющая организация связывает совершенно отдельные группы лиц в одну большую сеть. В силу этого может встать вопрос об объединении, например, двух банковских групп, чего антимонопольный регулятор не может допустить по понятным причинам.

Однако возникает вопрос: действительно ли отдельные группы лиц — управляющая организация, различные originаторы — связаны одной целью и скованы одной цепью? Создает ли управляющая организация круговую поруку для ближних и дальних «родственников» всех обслуживаемых ею КСН?

Дух и буква закона, фактические обстоятельства и намерения здесь расходятся, что препятствует корпоративному структурированию сделок секьюритизации соответственно текущим желаниям и потребностям originаторов и тенденциям на рынке. К сожалению, это не надуманные проблемы и не теоретические изыскания.

Так, осенью 2021 года Федеральная антимонопольная служба (далее — ФАС) обозначила позицию по одному делу:

- в группу лиц КСН вместе с управляющей организацией будет входить и originатор, если он будет по отношению к КСН мамой, бабушкой или прабабушкой или более дальним родственником, имеющим косвенный контроль, и наоборот: в таком случае и КСН вместе с управляющей организацией и ее группой лиц (в которую входят все иные КСН) будет входить в группу лиц такого originатора;

- а следовательно, управляющей организации не могут быть переданы функции единого исполнительного органа КСН, входящего в группу лиц иного originатора, с тем чтобы не допустить объединение групп лиц двух различных originаторов в пределах одной отрасли, например банковской.

Данная позиция государственного органа основана на исключительно буквальном толковании статьи 9 Закона о защите конкуренции, определяющей основания для включения юридических и физических лиц в одну группу¹.

Обозначенная регулятором позиция, конечно, вызывает вопросы и представляется весьма спорной.

Управляющая организация КСН по своей сути и духу является прежде всего независимым провайдером корпоративных и административных услуг для всего финансового рынка секьюритизации, что в полной мере соответствует принципу распределения полномочий и ответственности

¹ Группой лиц признается совокупность физических лиц и (или) юридических лиц, соответствующих в том числе следующему признаку: хозяйственное общество (товарищество, хозяйственное партнерство), физические лица и (или) юридические лица, которые по какому-либо из указанных в пп. 1–8 ч. 1 ст. 9 Закона о защите конкуренции признаков входят в группу лиц, если такие лица в силу своего совместного участия в этом хозяйственном обществе (товариществе, хозяйственном партнерстве) или в соответствии с полномочиями, полученными от других лиц, имеют более чем 50% общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции (доли) в уставном (складочном) капитале этого хозяйственного общества (товарищества, хозяйственного партнерства).

между элементами инфраструктуры КСН. В данной связи управляющая организация не должна входить в группу лиц ни одного оригинатора независимо от того, участвует ли он прямо или косвенно в уставном капитале КСН, осуществляет ли контроль КСН.

Если следовать позиции регулятора, то стоит управляющей организации принять на обслуживание КСН, не обладающее «сиротским» статусом, как она станет частью группы лиц оригинатора данного КСН независимо от того, что бенефициары у данных групп разные и экономический эффект от деятельности оригинатора не отражается на управляющей организации, и наоборот.

Представляется, экономически нецелесообразно и некорректно признавать управляющую организацию и ее бенефициаров частью группы лиц какого-либо оригинатора, поскольку это противоречит существу деятельности управляющей организации как одного из элементов инфраструктуры в сделках секьюритизации, инициируемых оригинаторами (как правило, крупными банками).

Управляющая организация не имеет экономической выгоды и/или заинтересованности в результатах деятельности КСН.

Так, бенефициары группы лиц управляющей организации и группы лиц оригинаторов не совпадают. У управляющей организации отсутствует обязанность по консолидации своей бухгалтерской (налоговой) отчетности с оригинаторами обслуживаемых КСН в соответствии с Федеральным законом от 27.07.2010 №208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности», поскольку как у управляющей организации, так и у оригинаторов отсутствует экономический интерес, эффект и выгода от деятельности друг друга.

Согласно требованиям закона, ипотечный агент и СФО не могут иметь штат сотрудников. Полномочия единоличного исполнительного органа (далее — ЕИО) ипотечного агента и СФО должны быть переданы коммерческой организации¹.

При этом управление этими обществами носит особый характер, связанный со спецификой деятельности данных организаций. Несмотря на то что ипотечные агенты и специализированные финансовые общества являются коммерческими организациями, у них нет непосредственной цели получить прибыль. Как отмечается в судебной практике, «ипотечный агент фактически является лишь юридическим инструментом для проведения сделок по секьюритизации и не имеет самостоятельной коммерческой цели»².

Предмет деятельности ипотечного агента и специализированного общества ограничен на уровне закона (п. 1 ст. 8 Закона об ипотечных ценных бумагах и п. 2 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг). Они создаются для приобретения определенных в законе и уставе активов и эмиссии облигаций, обеспеченных залогом пула приобретенных активов, средства от размещения облигаций идут на оплату по договору о приобретении пула активов, исполнение по таким облигациям осуществляется за счет поступлений по указанным активам (секьюритизация). Таким образом, данные компании не приносят прибыли их участникам / акционерам и не имеют подобной цели. Специализированный депозитарий ипотечного покрытия осуществляет контроль за распоряжением имуществом, входящим в ипотечное покрытие облигаций (ст. 32 Закона об ипотечных ценных бумагах). Поступления по активам, приобретенным специализированным финансовым обществом, подлежат зачислению на залоговый счет (п. 4 ст. 27.3-1 Закона о рынке ценных бумаг), расходование таких средств регламентировано.

У управляющей организации КСН отсутствуют задачи по увеличению прибыли обслуживаемого юридического лица в интересах его акционеров или участников, полномочия управляющей организации ограничены уставом и эмиссионной

¹ П. 2 ст. 8 Федерального закона от 11.11.2003 №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ипотечных ценных бумагах), п. 15 ст. 15.2, ст. 15.3 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг).

² Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 09.12.2014 №09А11-49539/2014 по делу А40-85612/14. См. также: Лебедева Н. Л. Первые шаги судей в делах по сделкам неипотечной секьюритизации: учимся ходить // Энциклопедия российской секьюритизации. 2021. С. 144.

документацией. Деятельность управляющей организации, как и деятельность других элементов инфраструктуры сделок секьюритизации, направлена на выпуск ценных бумаг и последующее его сопровождение с соблюдением прописанных в эмиссионной документации процедур и требований. С данной точки зрения роль управляющей организации ипотечного агента или СФО во многом сопоставима с ролями других контрагентов КСН (сервисного агента, расчетного агента, специализированного депозитария и т. п.), то есть, с точки зрения функционала управляющей организации, отсутствуют какие-либо дополнительные основания, в силу которых необходимо было бы ее включать в одну группу лиц с оригинатором (инициатором) секьюритизации, за исключением формального признака — осуществления полномочий ЕИО, прописанного в Законе о защите конкуренции.

Однако следование формальному подходу может привести к фактическому ограничению на привлечение управляющих организаций для участия в сделках секьюритизации. Учитывая наблюдаемую тенденцию проведения секьюритизаций с использованием ипотечных агентов и специализированных обществ, входящих в группу лиц оригинаторов, применение формального подхода к решению рассматриваемой проблемы может привести к блокированию проведения секьюритизаций на финансовом рынке.

Полагаем, формальная позиция ФАС фактически означает допустимость только и исключительно «сиротского» статуса обслуживаемых управляющей организацией специализированных обществ и ипотечных агентов, с тем чтобы не допускать их объединения с группами оригинаторов сделок секьюритизации, равно как и объединения групп оригинаторов между собой. Таким образом, желаемая рынка и текущие возможности совпадают не в полной мере.

Ситуация осложняется и тем, что управляющая организация КСН сталкивается с отказом в предоставлении согласия антимонопольного органа на передачу управляющей организации полномочий ЕИО заведомо после государственной регистрации КСН, поскольку законода-

тельство о регистрации юридических лиц предполагает указание сведений об управляющей организации учреждаемого КСН на стадии их создания, а ходатайство о даче согласия на заключение договора о передаче полномочий ЕИО антимонопольная служба рассматривает относительно уже зарегистрированного юридического лица (СФО или ИА)¹.

Таким образом, в ЕГРЮЛ сведения об управляющей организации СФО или ИА отражаются с момента регистрации общества, несмотря на то что основанием для приобретения управляющей организацией прав, позволяющих осуществлять функции ЕИО, будет именно договор о передаче полномочий ЕИО, подлежащий заключению только при условии получения соответствующего согласия ФАС.

¹ К обязательным при учреждении общества отнесен вопрос об избрании/назначении органов управления общества (ст. 11 Федерального закона от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (далее — Закон об ООО)). В комплект документов на государственную регистрацию общества входит заявление по установленной форме (далее — Заявление) (ст. 12 Федерального закона от 08.08.2001 № 129-ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей»). Оно должно содержать сведения о ЕИО создаваемого лица. По этой причине учредители указывают сведения о предполагаемой управляющей организации на основании своего решения, которое является их односторонним волеизъявлением и не может по этой причине являться основанием для фактического приобретения прав, позволяющих осуществлять функции ЕИО.

Ипотечные агенты и СФО не вправе избирать физических лиц в качестве ЕИО таких обществ и обязаны передать соответствующие полномочия управляющей организации. При этом договор с управляющей организацией может быть заключен после даты внесения в ЕГРЮЛ сведений о создании ипотечного агента или СФО.

Ипотечный агент или СФО создается до получения предварительного согласия ФАС России на передачу полномочий его ЕИО управляющей организации, поскольку требование п. 8 ст. 28 Закона о защите конкуренции на получение соответствующего предварительного согласия распространяется только на зарегистрированных на территории России хозяйствующих субъектов.

Возникает вопрос: каковы последствия для учрежденного КСН в случае отказа ФАС на заключение договора о передаче функции единоличного исполнительного органа КСН?

Очевидно, КСН фактически парализована, так как, несмотря на то что в ЕГРЮЛ указаны сведения об управляющей организации, фактически и юридически функции единоличного исполнительного органа КСН не переданы коммерческой организации, так как не заключен соответствующий договор с ней, на основании и в соответствии с которым она действует согласно Закону об ООО. Такая КСН не может открыть счет в банк, а следовательно, и сформировать уставный капитал и т. п. При этом срок оплаты уставного капитала любого общества ограничен, и последствия неоплаты уставного капитала учреждаемого общества в установленный срок предусмотрены статьей 16 Закона об ООО¹.

Важно отметить, что статья 16 Закона об ООО не изъята, то есть применима для КСН, но такое последствие как передача доли в своем уставном капитале ипотечному агенту или СФО не может быть реализовано, поскольку технология передачи неоплаченной доли в уставном капитале обществу и последствия этого закреплены в статье 24 Закона об ООО, которая неприменима к ипотечным агентам² и специализированным обществам³.

Как нам представляется, смысл, заложенный в статье 16 Закона об ООО и определяющий последствия неоплаты

уставного капитала общества при учреждении, заключается в том, чтобы у общества, доля в уставном капитале которого не оплачена учредителем, была возможность реализовать эту долю заинтересованному третьему лицу. Однако для КСН, которые создаются по инициативе и в интересах конкретных originаторов, данная опция не актуальна, разве только в случае появления интереса у иного originатора к уже созданной, но фактически брошенной КСН, уставный капитал которой не сформирован. Более того, не допускается для СФО и уменьшение уставного капитала⁴.

Возникают вопросы:

- Как ликвидировать это парализованное КСН?
- Как принимать решения участникам или единственному учредителю?
- Обладают ли они правом голоса, если уставный капитал не сформирован в установленный срок, а уставом не предусмотрено специальное положение на этот счет?

Тупик за тупиком. Очевидно, путей выхода из данного лабиринта не очень много.

Стоит отметить, что передача полномочий единоличного исполнительного органа КСН, не обладающего «сиротским» статусом, в обозначенной ситуации должны быть переданы другой управляющей организации. При этом выбор такой управляющей организации зависит от того, является КСН ипотечным агентом или специализированным обществом.

Так, например, если это ипотечный агент, то функции управляющей организации теоретически может принять на себя, например, его участник (учредитель) или компания из группы лиц originатора.

В случае же специализированного общества данный путь невозможен в силу того, что принцип независимости его управляющей организации от originатора закреплен на уровне закона⁵. Так, согласно пункту 2 статьи 15.3 Закона о рынке ценных бумаг, не допускается

¹ В случае неполной оплаты доли в течение указанного срока неоплаченная часть доли переходит к обществу. Такая часть доли должна быть реализована обществом в порядке и в сроки, которые установлены статьей 24 Закона об ООО. Доля учредителя общества предоставляет участнику право голоса только в пределах оплаченной части принадлежащей ему доли, если иное не предусмотрено уставом общества (п. 3 ст. 16 Закона об ООО).

² Согласно пункту 5 ст. 8 Закона об ипотечных ценных бумагах, в отношении ипотечных агентов не применяются в том числе правила, предусмотренные статьями 23 и 24 Закона об ООО.

³ Аналогичная норма закреплена пунктом 9 ст. 15.2 Закона о рынке ценных бумаг.

⁴ Пункт 2 ст. 15.2 Закона о рынке ценных бумаг.

⁵ Относительно ипотечного агента аналогичное требование не установлено.

передача полномочий единоличного исполнительного органа специализированного общества управляющей компании, являющейся:

- лицом, контролирующим специализированное общество;
- лицом, контролирующим первоначальных кредиторов по денежным требованиям, залогом которых обеспечивается исполнение обязательств по облигациям специализированного общества, или лицом, подконтрольным таким первоначальным кредиторам.

Напомним, что в Законе о рынке ценных бумаг контролирующим признается лицо, имеющее право прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) распоряжаться в силу участия в подконтрольной организации и (или) на основании договоров доверительного управления имуществом и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерного соглашения, и (или) иного соглашения, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) подконтрольной организации, более чем 50% голосов в высшем органе управления подконтрольной организации либо право назначать (избирать) единоличный исполнительный орган и (или) более чем 50% состава коллегиального органа управления подконтрольной организации.

Привлечение же сторонней управляющей организации будет осложнено вынужденными повышенными требованиями к ней, так как это должна быть организация, которая не входит в группу лиц ни с каким иным оригинатором смежной отрасли, готова при этом работать на условиях эксклюзивности, так как управляющая организация с момента заключения договора с КСН, не являющейся «сиротой», юридически утратит с этого момента статус независимой и уже не сможет заключать аналогичные договоры с КСН иных оригинаторов в той же отрасли.

Опять ситуация тупиковая, и в идеале выходом из нее видится, конечно же, внесение специального регулирования сделок секьюритизации в антимонопольное законодательство, с тем чтобы на уровне

закона были закреплены изъятия при его применении к КСН в целях расширения возможностей различного структурирования такого рода сделок.

Кроме того, необходимы дополнения гражданского законодательства в части специального регулирования учреждения и ликвидации КСН, чтобы не возникали описанные выше тупиковые или спорные ситуации.

Как было показано выше, управляющая организация действует независимо от группы лиц какого-либо оригинатора, и наоборот. Исходя из сути отношений, возникающих при осуществлении сделок секьюритизации, привлечение оригинатором коммерческой организации в качестве **обязательного в силу закона**, одного из необходимых элементов инфраструктуры ипотечного агента или СФО не должно являться **формальным основанием** для объединения группы лиц управляющей организации и группы лиц оригинатора.

Важно отметить, что Верховный Суд РФ обращал внимание на необходимость учитывать суть отношений при решении вопроса о применении к лицу, **формально вошедшему в группу лиц**, правового режима этой группы. Так, согласно п. 7 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 04.03.2021 №2 «О некоторых вопросах, возникающих в связи с применением судами антимонопольного законодательства», к лицу, формально вошедшему в группу лиц, **может не применяться правовой режим этой группы**, если при рассмотрении дела будет установлено, что в действительности данное **лицо автономно** в определении своего поведения на товарном рынке, например в связи с отсутствием у других участников группы достаточных правовых (договорных, корпоративных) и организационных (управленческих) средств влияния на его поведение. Однако, как показала практика, разъяснения Верховного Суда РФ недостаточно. В данной связи цель настоящей статьи — привлечь внимание регулятора к обозначенным проблемам для их решения на подзаконном или законодательном уровне, учитывая специфику деятельности КСН.



Александр КУЗНЕЦОВ,
советник, руководитель практики
рынков капитала, адвокатское
бюро «Линия права» (Москва)

Анна СИДОРЕНКО,
юрист практики рынков
капитала, адвокатское бюро
«Линия права» (Москва)



Доступность облигаций в рамках сделок секьюритизации для разных категорий инвесторов

В настоящее время на рынке секьюритизации преобладают ипотечные сделки, при этом сделки неипотечной секьюритизации не пользуются достаточной популярностью среди оригинаторов, о чем свидетельствует небольшое количество рыночных сделок и их динамика на протяжении последнего десятилетия. В определенной степени количество сделок ипотечной и неипотечной секьюритизации зависит от доступности облигаций, выпускаемых в рамках таких сделок, для разных категорий инвесторов. В связи с этим в статье рассматриваются особенности инвестирования институциональных инвесторов и физических лиц в инструменты секьюритизации.

База инвесторов на российском рынке состоит из квалифицированных и неква-

лифицированных инвесторов, которые могут быть физическими или юридическими лицами. А неквалифицированные инвесторы — физические лица, в свою очередь, делятся на физических лиц, прошедших и не прошедших тестирование. Итого образуется пять групп инвесторов.

В зависимости от причастности инвестора к той или иной категории брокер или управляющий для инвестора может приобрести определенные финансовые инструменты. Так, квалифицированные инвесторы — юридические лица могут приобретать любые ценные бумаги; квалифицированным инвесторам — физическим лицам также доступны практически все ценные бумаги. Неквалифицированные инвесторы — юридические лица могут приобрести ценные бумаги, которые не предназначены для квалифицирован-

Таблица 1
Доступность
инструментов
секьюритизации
для институциональных
инвесторов

	Облигации по сделкам ипотечной секьюритизации	Облигации по сделкам неипотечной секьюритизации
Кредитные организации		+
Негосударственные пенсионные фонды	+	–
	(ruAAA.sf или AAA(ru.sf) для выпуска; ruAAA или AAA(RU) для эмитента/поручителя)	
Пенсионный фонд Российской Федерации в лице доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений		+
	(ruAAA.sf или AAA(RU.sf) для выпуска либо государственная гарантия РФ, поручительство ДОМ.РФ)	
Страховые организации		+
Управляющие компании паевых инвестиционных фондов		+
	(если предусмотрено инвестиционной декларацией)	

ных инвесторов. Неквалифицированные инвесторы — физические лица при определенных условиях могут получить доступ к усложненным инструментам лишь по результатам тестирования, а для неквалифицированных инвесторов — физических лиц, не прошедших тестирование, ряд таких финансовых инструментов вовсе недоступен.

Инструменты секьюритизации относятся к инструментам структурированного финансирования, и кредитные рейтинги таких инструментов указываются с индексом «.sf». Такая дифференциация осуществляется с целью информирования потенциальных пользователей рейтинга (инвесторов) о различиях между инструментами структурированного финансирования и простыми финансовыми инструментами в части их природы, специфики, методов оценки рисков, а также сценариев и последствий реализации рисков.

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

Группа квалифицированных инвесторов — юридических лиц в основном представлена институциональными инвесторами и включает кредитные организации, пенсионные фонды, страховые организации, управляющие компании паевых инвестиционных фондов. В Таблице 1 указана доступность инвестирования в облигации по сделкам секьюритизации институциональным инвесторам с рейтинговыми фильтрами.

Несмотря на потенциальную доступность инструментов секьюритизации

для институциональных инвесторов, каждый инвестор принимает инвестиционное решение, которое в большинстве случаев зависит от значения кредитного рейтинга, присвоенного соответствующему инструменту Национальным рейтинговым агентством.

Помимо рейтинговых шкал для определения надежности инструментов инвесторы используют раскрываемую информацию, в том числе по рынку и портфелю конкретного эмитента. Так, по ипотечным ценным бумагам публикуются реестры ипотечных покрытий по выпускам облигаций и статистика по всему рынку ипотеки. Напротив, неипотечный сегмент рынка лишен информационной прозрачности, что негативно влияет на выбор неипотечных ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации. Фактически единственным источником информации о состоянии портфеля неипотечных активов является отчет расчетного агента, отражающий обобщенные данные по состоянию пула активов.

1) Кредитные организации

Кредитные организации при выборе инструментов для финансирования анализируют инструмент с точки зрения его ликвидности.

Как правило, кредитные организации заинтересованы в приобретении облигаций, включенных в Ломбардный список Банка России, поскольку такие ценные бумаги принимаются в обеспечение по опе-

рациям РЕПО с Банком России¹, а также по кредитам, которые предоставляются Банком России и обеспечиваются залогом (блокировкой) ценных бумаг².

Для ценных бумаг, имеющих рейтинг со специальным постфиксом «.sf», минимальный уровень рейтинга для включения в Ломбардный список Банка России не определен³. Отсутствие прямо определенного рейтинга с постфиксом «.sf» может означать, что инструменты структурированного финансирования не могут быть включены в Ломбардный список и, как следствие, менее интересны для кредитных организаций.

Вместе с этим решение о включении ценных бумаг в Ломбардный список принимается исключительно по усмотрению совета директоров Банка России, и, например, некоторые облигации с ипотечным покрытием в указанный список включены. Такое решение принимается с учетом результатов проводимой Банком России оценки эмитента (выпуска) облигаций, условий их размещения и обращения, а также других существенных обстоятельств.

Стоит отметить, что совет директоров Банка России приостановил с 01.10.2021 включение в Ломбардный список всех ценных бумаг, за исключением облигаций, выпущенных от имени Российской Федерации, и облигаций Банка России. При возникновении и росте структурного дефицита ликвидности, который может привести к нехватке обеспечения, Банк России будет смягчать требования к его качеству и увеличивать число принимаемых им в обеспечение классов ценных бумаг⁴.

¹ Операции РЕПО Банка России: https://cbr.ru/oper_br/t_odm/repo_operations/.

² Обеспеченные кредиты Банка России: https://cbr.ru/oper_br/t_odm/secured_loans/.

³ Указание Банка России от 10.08.2012 №2861-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России», информация Банка России от 20.10.2017 «О минимальном уровне кредитного рейтинга для включения ценных бумаг в Ломбардный список Банка России».

⁴ Информационное сообщение Банка России от 13.08.2021 «Банк России изменил требования к классам ценных бумаг для включения в Ломбардный список».

Кроме того, важным критерием при принятии банком решения о приобретении облигаций может быть оценка уровня риска по этой инвестиции в связи с обязательными нормативами и резервами на возможные потери, в том числе квалификация сделки секьюритизации, в рамках которой размещаются облигации, с точки зрения Положения Банка России №647-П⁵. Величина кредитного риска по сделкам секьюритизации, согласно Положению Банка России №647-П, может варьироваться от 15 до 1250%. Однако для пополнения торгового портфеля ценных бумаг банка расчет рыночного (процентного) риска по инструментам секьюритизации будет осуществляться в соответствии с Положением Банка России от 03.12.2015 №511-П⁶, и коэффициент риска составит 100%.

2) Негосударственные пенсионные фонды

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) осуществляют управление средствами пенсионных резервов и организацию инвестирования средств пенсионных накоплений в интересах своих клиентов.

При выборе инструментов структурированного финансирования НПФ вправе размещать средства пенсионных резервов и инвестировать средства пенсионных накоплений только в допущенные к организованным торгам облигации с ипотечным покрытием, эмитентами которых являются ипотечные агенты. При этом кредитный рейтинг их выпуска должен быть не ниже ruAAA.sf или AAA(ru.sf) по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО)

⁵ Положение Банка России от 04.07.2018 №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».

⁶ Положение Банка России от 03.12.2015 №511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска».

соответственно¹. Такое ограничение вызвано тем, что в информационных сообщениях Банка России, определяющих минимальное значение кредитного рейтинга, рейтинг с постфиксом «.sf» указан только применительно к облигациям с ипотечным покрытием. Следовательно, для создания возможности НПФ инвестировать в инструменты неипотечной секьюритизации потребуются установить уровни рейтинга долгосрочной кредитоспособности таких активов.

Стоимость ценных бумаг одного юридического лица, приобретаемых на средства пенсионных накоплений, не должна превышать 11% стоимости инвестиционного портфеля НПФ (с 01.07.2022 — 10%)², а на средства пенсионных резервов — 14% стоимости активов, составляющих пенсионные резервы (с 01.07.2022 — 13%)³.

Для эмитентов облигаций с ипотечным покрытием и для поручителей (гарантов) по таким облигациям устанавливается рейтинг ruAAA или AAA(RU) по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно.

3) Пенсионный фонд Российской Федерации в лице доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений

Инвестирование средств пенсионных накоплений, переданных Пенсионным фондом Российской Федерации в доверительное управление управляющей компании, в облигации российских эмитентов допускается при условии, что указанные облигации допущены к обращению на организованных торгах и соответствуют хотя бы одному из следующих критериев⁴:

¹ Пункты 1.1.3, 3.8.1 Указания Банка России от 05.12.2019 №5343-У; пп. 5, 7 Информации Банка России от 25.09.2020; абз. 3 п. 1.1.2 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П; п. 2 Информационного сообщения Банка России от 28.04.2020; пп. 2 п. 4 ст. 26 Федерального закона от 24.07.2002 №111-ФЗ.

² Пункт 1.4.5 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П.

³ Пункт 2.1.1 Указания Банка России от 05.12.2019 №5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов».

⁴ Подпункт «е» п. 1 Постановления Правительства РФ от 30.06.2003 №379.

- выпуску ценных бумаг присвоен кредитный рейтинг не ниже уровня ruAAA.sf или AAA(RU.sf) по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно;

- исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено государственной гарантией Российской Федерации;

- исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено поручительством единого института развития в жилищной сфере в соответствии с п. 3 ч. 4 ст. 2 Федерального закона от 13.07.2015 №225-ФЗ «О содействии развитию и повышению эффективности управления в жилищной сфере и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Следовательно, средства пенсионных накоплений могут быть инвестированы управляющей компанией не только в облигации с ипотечным покрытием, но и в другие инструменты структурированного финансирования.

4) Страховые организации

Собственные средства (капитал) страховой организации и средства страховых резервов страховщиков могут быть инвестированы в инструменты структурированного финансирования, если эмитенты ценных бумаг созданы в соответствии с законодательством Российской Федерации или иностранных государств, являющихся членами Евразийского экономического союза, Организации экономического сотрудничества и развития, Европейского союза, Китая, Индии, Бразилии, Южно-Африканской Республики⁵.

⁵ Пункты 2.1, 2.2 Положения Банка России от 10.01.2020 №710-П «Об отдельных требованиях к финансовой устойчивости и платежеспособности страховщиков» (далее — Положение №710-П).

При этом стоимость активов страховой организации признается равной нулю, если:

- выпуски облигаций, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными и (или) зависят от изменения стоимости активов (за исключением активов, указанных в пункте 3.7 Положения №710-П), в том числе выпуски облигаций с ипотечным покрытием, имеют кредитный рейтинг ниже ruAAA.sf либо AAA(ru.sf) по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно;
- в случае отсутствия кредитного рейтинга выпуска облигаций эмитенты, либо поручители (гаранты) по выпускам облигаций, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными и (или) зависят от изменения стоимости активов (за исключением активов, указанных в п. 3.7 Положения №710-П), в том числе по выпускам облигаций с ипотечным покрытием, имеют кредитный рейтинг ниже ruAAA либо AAA(RU) по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно¹.

5) Управляющая компания паевого инвестиционного фонда

В состав активов паевых инвестиционных фондов (ПИФ) могут входить облигации российских хозяйственных обществ, соответствующие требованиям, установленным нормативными актами Банка России²:

- в состав активов фондов, относящихся к категории фондов рыночных финансовых инструментов (инвестиционные паи предназначены для неквалифицированных инвесторов), могут входить, среди прочего, активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых

биржей принято решение о включении в котировальные списки) на российских биржах;

- в состав активов фондов финансовых инструментов (инвестиционные паи предназначены только для квалифицированных инвесторов), могут входить, среди прочего, (i) активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых биржей принято решение о включении в котировальные списки) на российских биржах, а также (ii) ценные бумаги;
- в состав активов комбинированных фондов (инвестиционные паи предназначены только для квалифицированных инвесторов) могут входить любые активы, за исключением наличных денежных средств³.

Требования к составу активов ПИФ определяются в инвестиционной декларации, содержащейся в правилах доверительного управления этим ПИФ⁴. Следовательно, независимо от кредитного рейтинга инструменты структурированного финансирования могут входить в состав активов ПИФ, если это предусмотрено инвестиционной декларацией.

Отдельно необходимо отметить, что при инвестировании управляющей компанией собственных средств Банк России также установил требования по наличию у долговых ценных бумаг кредитного рейтинга определенного уровня. В состав активов, принимаемых к расчету собственных средств управляющей компании, не включаются ипотечные облигации, имеющие рейтинг ниже ruAAA.sf или AAA(ru.sf) по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно, а для инструментов неипотечной секьюритизации значение рейтинга не установлено⁵.

¹ Пункт 3.1 Положения №710-П, Решение совета директоров Банка России от 25.06.2021 об уровнях кредитных рейтингов, устанавливаемых в соответствии с Положением Банка России от 10.01.2020 №710-П.

² Пункт 1 ст. 33 Федерального закона от 29.11.2001 №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

³ Пункты 2.1, 2.3 и 2.8 Указания Банка России от 05.09.2016 №4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

⁴ Пункт 3 ст. 33, ст. 35 Федерального закона от 29.11.2001 №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

⁵ Пункт 3 информационного сообщения Банка России от 28.04.2020, п. 2 Указания Банка России от 19.07.2016 №4075-У.

РОЗНИЧНЫЕ ИНВЕТОРЫ

В связи с увеличением числа клиентов физических лиц на финансовом рынке розничные инвесторы рассматриваются в качестве потенциальных инвесторов и в сделках секьюритизации.

Квалифицированные инвесторы — физические лица могут приобрести усложненные финансовые инструменты. Для того чтобы получить статус квалифицированного инвестора, физическое лицо должно соответствовать одному из требований к размеру имущества, опыту работы с ценными бумагами, опыту инвестирования или образованию. Неквалифицированные инвесторы — физические лица, не прошедшие тестирование, могут приобрести облигации с ипотечным покрытием, имеющие уровни кредитного рейтинга ruAAA.sf или AAA(ru.sf) по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно¹. Другие инструменты секьюритизации для неквалифицированных инвесторов — физических лиц недоступны. Несоблюдение этого правила может повлечь для брокера или управляющего, нарушившего правило, обязанность компенсировать клиенту убытки и приобрести такой финансовый инструмент за свой счет.

Физические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами и получившие положительный результат тестирования, вправе приобрести облигации российских эмитентов независимо от уровня их кредитного рейтинга, в том числе облигации, выпущенные в рамках сделок секьюритизации². При этом до 01.04.2022 установлено следующее дополнительное требование, которое будет применено, если облигации будут предусматривать не фиксированный, а структурный доход: физические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами и получившие положительный результат тестирования, могут при-

обрести такие облигации при условии, что они соответствуют критериям, указанным в ч. 13 ст. 11 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

В случае отрицательного результата тестирования брокер вправе исполнить поручение неквалифицированного инвестора по приобретению указанных выше облигаций при одновременном соблюдении следующих условий:

1) брокер предоставит неквалифицированному инвестору уведомление о рисках, связанных с приобретением указанных облигаций;

2) неквалифицированный инвестор заявит брокеру о принятии рисков, связанных с приобретением указанных облигаций;

3) сумма сделки с ценными бумагами не превышает 100 тыс. рублей либо в случае, если стоимость одного лота ценных бумаг или одной ценной бумаги превышает 100 тыс. рублей, а сумма сделки не превышает, соответственно, стоимости одного лота или одной ценной бумаги³.

Как мы видим, существуют определенные барьеры для приобретения облигаций, выпускаемых в рамках сделок секьюритизации, разными категориями инвесторов. На текущий момент сделки ипотечной секьюритизации на рынке представлены в большем объеме, чем сделки неипотечной секьюритизации, в основном за счет облигаций ипотечного агента ДОМ.РФ, которые имеют высокий уровень рейтинга и пользуются спросом среди инвесторов. Мы надеемся, что в ближайшей перспективе рынок неипотечной секьюритизации получит дальнейшее развитие. Одной из мер, способствующих развитию неипотечной секьюритизации в России, могла бы стать либерализация требований к инвестированию в облигации специализированных обществ разными категориями инвесторов.

¹ Решение совета директоров Банка России от 23.12.2021 «Об установлении уровней кредитного рейтинга облигаций с ипотечным покрытием в целях применения пп. 2 п. 2 ст. 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»».

² Подпункт 4 п. 1 ст. 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

³ Пункт 7 ст. 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

«Электронные закладные в фокусе внимания рынка»

Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

Представители управляющих организаций и юридических фирм в рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2022» рассказали, какие законодательные новеллы вступили в силу в 2021 году и какие нововведения стоит ожидать в текущем году, поделились нестандартными юридическими кейсами в последних сделках, обсудили юридические аспекты, препятствующие развитию неипотечной секьюритизации, а также затронули вопросы, касающиеся электронных закладных.

Какие юридические новеллы рынка секьюритизации появились в 2021 году? Какие изменения в законодательстве ожидаются в 2022 году?



Александр КУЗНЕЦОВ,
советник, руководитель
практики рынков
капитала, Адвокатское
бюро «Линия права»

— Среди важных законодательных новелл 2021 года отдельного внимания заслуживают две: (1) вступление в силу с 01.10.2021 нового Положения Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», а также (2) ограничение доступа физических лиц — неквалифицированных инвесторов к усложненным финансовым инструментам,

к которым относятся в том числе облигации, выпускаемые в рамках сделок секьюритизации.

Положение Банка России от 27.03.2020 №714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», которое вступило в силу с 01.10.2021, помимо прочего, упростило требования к проспекту ценных бумаг, выпускаемых специализированными обществами и ипотечными агентами, что позволит сократить сроки подготовки эмиссионной документации по сделкам секьюритизации.

Доступ физических лиц — неквалифицированных инвесторов к услож-

ненным финансовым инструментам был ограничен Федеральным законом от 31.07.2020 №306-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и отдельные законодательные акты Российской Федерации», ключевые положения которого вступили в силу с 01.10.2021.

Теперь неквалифицированные инвесторы — физические лица, не прошедшие тестирование, могут приобрести облигации с ипотечным покрытием, имеющие уровни кредитного рейтинга ruAAA.sf или AAA(ru.sf) по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно¹. Иные инструменты секьюритизации для неквалифицированных инвесторов — физических лиц недоступны. Несоблюдение этого правила может повлечь для брокера или управляющего, нарушившего правило, обязанность компенсировать клиенту убытки и приобрести такой финансовый инструмент за свой счет.

Физические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами и получившие положительный результат тестирования, вправе приобрести облигации российских эмитентов независимо от уровня их кредитного рейтинга, в том числе облигации, выпущенные в рамках сделок секьюритизации². При этом до 01.04.2022 установлено следующее дополнительное требование, которое будет применимо, если облигации будут предусматривать не фиксированный, а «структурный» доход: физические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами и получившие положительный результат тестирования, могут приобрести такие облигации при условии, что они соответствуют критериям, указанным в ч. 13 ст. 11 Федерального закона от 11.06.2021 №192-ФЗ «О внесении изменений в от-

дельные законодательные акты Российской Федерации».

В случае отрицательного результата тестирования брокер вправе исполнить поручение неквалифицированного инвестора по приобретению указанных выше облигаций при одновременном соблюдении следующих условий:

1) брокер предоставит неквалифицированному инвестору уведомление о рисках, связанных с приобретением указанных облигаций;

2) неквалифицированный инвестор заявит брокеру о принятии рисков, связанных с приобретением указанных облигаций;

3) сумма сделки с ценными бумагами не превышает 100 тыс. руб. либо в случае, если стоимость одного лота ценных бумаг или одной ценной бумаги превышает 100 тыс. руб., сумма сделки не превышает соответственно стоимости одного лота или одной ценной бумаги³.



Луиза ЛЕСНАЯ,

директор, Trewetch Group

— В сентябре

2021 года вступили

в силу существенные

изменения в федеральном

законе «Об ипотечных бума-

гах» в части правового

регулирования ипотечных сертификатов участия. Кроме того, теперь Банк России может выдавать ипотечным агентам предписания в случае выявления нарушения не только федерального закона об ИЦБ, но и других федеральных законов.

Вступили в силу новые правила раскрытия информации. Для ипотечных агентов и специализированных обществ объем раскрываемой информации, с одной стороны, сократился, но, с другой стороны, дополнился новыми требованиями.

В 2022 году ожидается введение на законодательном уровне требования о применении залоговых счетов для сделок ипотечной секьюритизации на базе ипотечных агентов.

¹ Решение Совета директоров Банка России от 23.12.2021 «Об установлении уровней кредитного рейтинга облигаций с ипотечным покрытием в целях применения пп. 2 п. 2 ст. 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

² Пп. 4 п. 1 ст. 3.1 Закона о рынке ценных бумаг.

³ П. 7 ст. 3.1 Закона о рынке ценных бумаг.

Какие нестандартные юридические кейсы вы можете выделить среди последних сделок?

Луиза ЛЕСНАЯ

— Получает все большее развитие секьюритизация проблемных активов, в том числе ипотечных прав требования, удостоверяемых закладными, на базе СФО.

Многие отмечают сделку секьюритизации потребительских кредитов с длительным сроком размещения в пользу исключи-

тельно частных инвесторов. Интересным проектом 2021 года стал также выпуск структурных облигаций ООО «СФО Международные облигации», базисным активом которого являются акции ирландского фонда. Облигации этого эмитента включены в список ценных бумаг, допущенных к торгам в ПАО «Московская биржа».

Какие юридические аспекты препятствуют развитию неипотечной секьюритизации? Как можно избежать таких сложностей?



Анна ЗАЙЦЕВА,
генеральный директор,
ДК «Регион»

— В рамках деятельности представителя владельцев облигаций особых препятствий мы не заметили — то, что мы видели в рамках сделок, обслуживаемых ПВО, вполне решаемо.

рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования. Рынок неоднократно обращал внимание регулятора на то, что такое требование является неоправданно жестким. Например, в международной практике минимальная доля удерживаемых оригинатором рисков составляет 5%.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Представляется, что существенные юридические проблемы, препятствующие развитию неипотечной секьюритизации, в настоящее время отсутствуют.

Скорее можно говорить об экономической неготовности одних участников рынка (потенциальных оригинаторов) выпускать такие «нестандартные» инструменты, требующие хорошей внутренней подготовки к обслуживанию базового актива в интересах инвесторов, и других участников (инвесторов) — анализировать и инвестировать в такие инструменты, как правило средне- и долгосрочные.

Кроме того, текущее регулирование не учитывает особенности сделок секьюритизации проблемных и просроченных кредитов (NPL-секьюритизация): в ряде случаев сумма принимаемых оригинатором рисков может в несколько раз превышать номинальную стоимость облигаций. Представляется обоснованным поправить этот законодательный пробел, чтобы NPL-секьюритизация стала экономически целесообразной для оригинаторов.

Александр КУЗНЕЦОВ

— На мой взгляд, значительным барьером, препятствующим развитию неипотечной секьюритизации, является требование о принятии оригинатором риска по сделке неипотечной секьюритизации в объеме не менее 20% от размера обязательств по облигациям, которое предусмотрено Указанием Банка России от 07.07.2014 №3309-У «О формах и способах принятия

Также необходимо отметить, что развитие неипотечной секьюритизации по-прежнему сдерживается требованиями, установленными к инвестированию в инструменты секьюритизации разными категориями инвесторов. Например, негосударственные пенсионные фонды (НПФ) вправе размещать средства пенсионных резервов и инвестировать средства пенсионных накоплений только в допущенные к организованным торгам облигации с ипотечным покрытием, эмитентами которых являются ипотечные агенты, то есть облигации специализированных обществ фактически недоступны для них. Такое ограничение вызвано тем, что в информационных сообщениях Банка России, определяющих минимальное зна-

чение кредитного рейтинга, рейтинг с постфиксом «.sf» указан только применительно к облигациям с ипотечным покрытием. Следовательно, для создания возможности НПФ

инвестировать в инструменты неипотечной секьюритизации потребуется установить уровни рейтинга долгосрочной кредитоспособности таких активов.

Каких решений рынок ждет от регулятора в 2022 году? Является ли текущая регуляторная среда стабильной? Достаточно гибкой для эффективного развития рынка?

Луиза ЛЕСНАЯ

— Несколько нестабильной выглядит ситуация в области инсайдерской информации, так как, например, в 2021 году пришлось дважды пересматривать внутренние акты эмитентов в данной области, но это не препятствует развитию рынка. От регулятора рынка ждем, пожалуй, бо-

лее гибкого отношения к тому, что признавать обстоятельством, с наступлением которого могут быть связаны наличие или отсутствие выплат по структурным облигациям. Представляется, что отсутствие усмотрения и воли эмитента могло бы быть достаточным для квалификации такого события как кредитного.

Как вы оцениваете процесс внедрения цифровой ипотеки с использованием платформы «Мастерчейн»? Есть ли прогнозы по полному переводу новых ипотечных договоров в цифровой формат?

Анна ЗАЙЦЕВА

— Первая электронная закладная на платформе «Мастерчейн» была выпущена в декабре 2021 года. Банком — кредитором и депозитарием хранения является Банк ДОМ.РФ, депозитарием учета — ДК «Регион». Мы ожидаем развития данного

«пилота», срок завершения эксперимента — 1 ноября 2022 года. Промежуточные итоги планируется подвести в марте, окончательные итоги планируются подвести в ноябре. Мы являемся активным участником этого эксперимента, но делать какие-либо прогнозы я считаю преждевременным.

Недавно Росбанк впервые внес изменения в электронную закладную и зарегистрировал их в Росреестре через платформу SmartDeal, технический стандарт внесения изменений до недавнего времени дорабатывался. Какие еще сложности при работе с электронными закладными существуют?

Анна ЗАЙЦЕВА

— Действительно, долгое время можно было только выдать электронную закладную и погасить ее, возможности внести в нее изменения не было. На данный момент такая возможность есть, и банки ею пользуются, уже ряд наших клиентов осуществили внесение изменений в ранее выданные электронные закладные.

Со стороны депозитария мы наблюдаем ряд сложностей, связанных с программным обеспечением Росреестра. Например, у регистратора нет возможности отправить повторно закладную, если первоначально депозитарий отказал в ее

приеме ввиду несоответствия требованиям закона или из-за ошибки, допущенной регистратором, либо если в электронную закладную выгрузились не все необходимые данные о номере государственной регистрации ипотеки. А если в депозитарий ошибочно направлено уведомление о погашении электронной закладной, то это становится большой проблемой для всех, в том числе для банка — владельца закладной. Депозитарий не может отказать Росреестру в погашении электронной закладной, это не предусмотрено законодательством. При этом восстановить закладную можно только в судебном порядке.

Какое влияние оказала пандемия и нерабочие дни на документооборот по стандартным бумажным закладным? Сталкивались ли вы с задержками получения документов? Ускорились ли внедрение электронного документооборота?

Анна ЗАЙЦЕВА

— Конечно, пандемия и особенно период локдауна, который был в 2020 году, сказались на порядке выдачи документарных закладных с хранения. Депозитарий был вынужден вести прием клиентов по предварительной записи, чтобы свести к минимуму время ожидания и контакты клиентов между собой в клиентской зоне депозитария. Дни и время согласовывались, мы учитывали потребности наших клиентов и всегда находили решение, удовлетворяющее всех. Следует отметить, что в обычное время клиенты также не ежедневно приезжают за документами, а с определенной периодич-

ностью. Поэтому необходимо было лишь скорректировать обычный график.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Второй год пандемии продемонстрировал, что документооборот по стандартным бумажным закладным сопряжен, конечно, с некоторыми сложностями и увеличением времени, необходимого на обработку, но в целом уже отработан и не вызывает сбоев. Многие банки как оригинаторы двигаются в направлении внедрения электронного документооборота, но пока процесс внедрения и повсеместного применения, скорее, только обсуждается и тестируется.

В октябре правительство внесло в Госдуму законопроект, направленный на повышение кредитного качества ипотечных облигаций за счет исключения риска частичной утраты ипотечного покрытия при банкротстве кредитной организации, в которой открыты счета ипотечного агента. Какие изменения принесут нововведения?

Луиза ЛЕСНАЯ

— Госдума приняла в первом чтении законопроект кабмина (№ 1262116-7) о повышении кредитного качества ипотечных облигаций за счет исключения риска частичной утраты ипотечного покрытия при банкротстве кредитной организации, в которой открыты счета ипотечного агента.

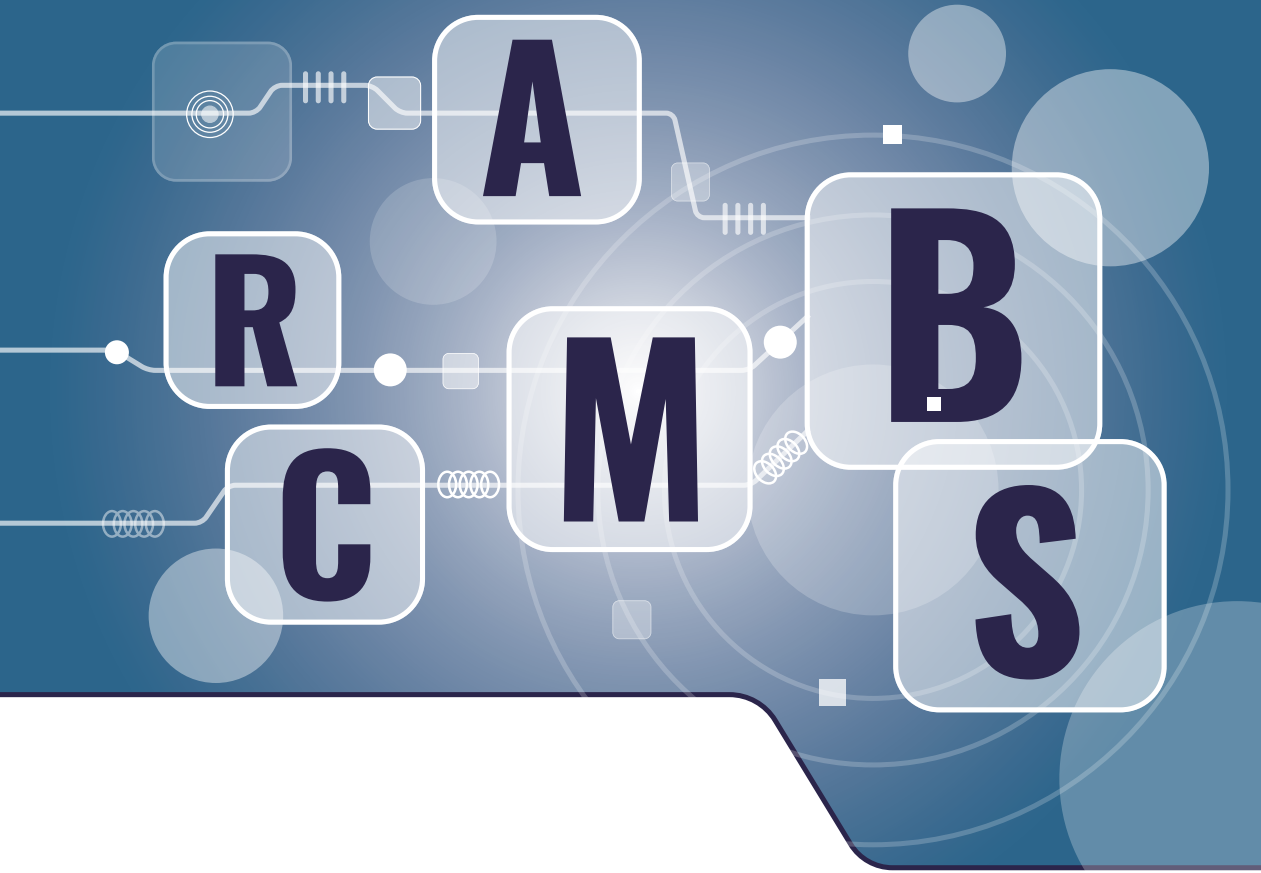
Предусматривается, что деньги, включенные в состав ипотечного покрытия облигаций, выпущенных ипотечным агентом, должны находиться на одном или нескольких залоговых счетах, банковские реквизиты которых указаны в решении об их выпуске. Причем эти средства должны входить в состав ипотечного покрытия в полном объеме, а зачисление иных денег на такой залоговый счет запрещается.

Вносятся изменения в том числе в федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» в части порядка использования счета должника — эмитента облигаций с ипотечным покрытием.

Это очень желанные изменения, так как проблема действительно есть и уже неоднократное банкротство оригинаторов ипотечных сделок это подтверждает. Кроме того, на счет ипотечного покрытия, не имеющего статус залогового счета, может быть наложен арест, в том числе по ошибке, или мораторий на платежи по обязательствам, не связанным с облигациями. Применение залогового счета к облигациям с ипотечным покрытием исключает эту проблему.

Анна ЗАЙЦЕВА

— Исходя из нашего опыта, основной риск находится не в части денег на счете ипотечного покрытия (а те деньги, которые не входят в состав ипотечного покрытия, не предусматривают необходимости держать их на залоговом счете), а в части последующей реализации ипотечного покрытия и/или в части изначальной оценки и последующей реализации предмета ипотеки.



Case Study

X ежегодная конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»: case-study

В середине сентября 2021 года в Москве прошла юбилейная, X ежегодная конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России». В рамках секции «Case study: практические кейсы сделок секьюритизации» эксперты обсудили первую российскую сделку по секьюритизации потребительских кредитов, дебют Тинькофф Банка и секьюритизацию e-закладных. Мы представляем фрагменты беседы.

Первая российская сделка по секьюритизации потребительских кредитов

Наталья АКСЕНОВА,
директор отдела подготовки
и структурирования проектов, ВТБ

— В июне банк ВТБ секьюритизировал портфель потребительских кредитов в размере 45 млрд рублей, что составляет порядка 3% всего портфеля потребительских кредитов банка. При этом объем выпущенных бумаг составлял 35 млрд рублей. Для банка это была первая сделка секьюритизации потребительских кредитов и первая подобная сделка в стране, которая полностью была подготовлена в рамках российского законодательства. С ее помощью банку удалось добиться разгрузки капиталов и повысить эффективность использования капитала, а также создать новый инструмент по привлечению фондирования.

При подготовке к сделке внутри банка была проделана очень большая работа: до того, как сама сделка была запущена, был отлажен механизм автоматизации выгрузки данных из объемного массива портфеля, чтобы подобрать кредиты, которые соответствовали бы требованиям, которые утверждены и согласованы, в том числе с рейтинговым агентством. Также была подготовлена IT-платформа для продажи большого пула кредитов, потому что, в отличие от ипотеки, потребительские кредиты меньше по объему, соответственно, для продажи портфеля на 45 млрд рублей было выбрано несколько тысяч кредитов. В этой связи проделана большая работа по отлаживанию системы последующего качественного обслуживания проданных кредитов.

Также отличием потребительского кредита от ипотеки является его краткосрочность. Большая часть потребительских кредитов погашается намного раньше, чем предусмотрено по графику платежей. Поэтому их оборачиваемость достаточно высокая. В этой связи структурой сделки был предусмотрен револьверный период три года, что позволило сделать достаточно предсказуемым срок обращения облигаций для инвесторов, а Банку, в свою очередь, на протяжении этих трех лет не амортизировать облигации, а продолжать продавать потребительские кредиты с высоким качеством на баланс эмитента.

Алексей МЕДВЕДЕВ,

директор отдела продаж облигаций
и кредитных производных, ВТБ Капитал

— Что интересно в этом выпуске для розницы? Ежемесячный купон. Для физических лиц любая облигация — это аналог депозита. Они хотят получать купоны как можно чаще. Вывод купона осуществляется первого числа каждого месяца.

У институциональных инвесторов достаточно сдержанным был спрос на этот инструмент по той причине, что есть ограничения регуляторного характера — что у пенсионных управляющих компаний, что у банков.

Анна ГОРЕЛОВА,

старший юрист, LECAP

— На момент подготовки сделки не все коммерческие параметры были определены, и поэтому в Банк России мы отнесли документацию с не раскрытыми до конца параметрами, чтобы можно было их раскрыть непосредственно перед началом размещения. Это дало нам больше гибкости в сделке, потому что не пришлось фиксировать эти параметры за несколько месяцев до начала размещения. Раньше такой механизм применялся только в закрытых сделках, в структурных продуктах, и, наверное, впервые можно увидеть подобный подход к такой публичной сделке.

Мы впервые заметили, как можно изменить сроки размещения в документе, содержащем условия размещения. Так получилось, что объем выпуска был достаточно большой и разместить его в желаемые сроки не удалось. По старым стандартам эмиссии, чтобы продлить срок размещения, нужно было вносить изменения в решение о выпуске. Сейчас ситуация упростилась. Можно внести изменения в документ, содержащий условия размещения, отнести его на биржу и без приостановки размещения продлить его срок. Такое произошло на рынке впервые. Также среди особенностей хотелось бы отметить, что это единственное СФО, у которого бумаги включены в первый уровень листинга.



Про регулирование: стандарты эмиссии таким образом устроены, что в решении о размещении ценных бумаг необходимо указывать объемы размещения. И, к сожалению, не всегда на этапе, когда принимается это решение, оригинатору действительно известно, какие объемы он хочет разместить. И мы хотели обойти эту ситуацию, указав в решении о размещении формулировку «не более чем 35 млрд рублей» либо «объем будет указан в документе, содержащем условия размещения». Но, к сожалению, Банк России такое не зарегистрировал, и пришлось фиксировать объем в размере 35 млрд рублей. Это, конечно, не очень комфортно, потому что в документе, содержащем условия размещения, должен стоять аналогичный объем, и, следовательно, может произойти недоразмещение. Выражаем надежду, что Банк России будет более лояльно смотреть на решение о размещении и пересмотрит подход к этому вопросу.

Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
директор по рейтингам структурированного финансирования, «Эксперт РА»

— Агентство «Эксперт РА» присвоило этой сделке наивысший рейтинг — на уровне ruAAA.sf. В рамках своего анализа агентство постаралось понять, что может произойти с портфелем за револьверный период. В первую очередь исходили из предпосылок того, что портфель не должен ухудшаться. Для этого мы анализировали критерии отбора

кредитов, триггеры, которые сокращают револьверный период. Эти триггеры позволяют поддерживать качество активов на стабильном уровне.

Оригинатором сделки выступил банк ВТБ, который также стал сервисным агентом. В ходе документации предусмотрена возможность замены сервисного агента в случае понижения его рейтинга.

Потребительские кредиты — очень удобный актив для секьюритизации за счет своей однородности и понятности. Для инвесторов это надежный и удобный инструмент. Для оригинаторов — отличный инструмент для снижения ставки фондирования и расширения инвесторской базы.

Луиза ЛЕСНАЯ,
директор, Trewetch Group

— В портфеле у Trewetch Group разные сделки. У нас есть уже опыт работы с активами, где много заемщиков. Мы очень благодарны оригинатору и сервисному агентству за выстроенную работу с заемщиками, потому что на сегодняшний день нет пока ни одного обращения заемщика напрямую в СФО. Это значит, что внутренние процессы ВТБ как сервисного агента настроены таким образом, что заемщик точно знает, кому ему обращаться, куда ему задавать вопросы.

Следует также отметить, что в этой сделке на период размещения выпадают выплаты купонов. Это был нюанс, который нужно было пройти. На этой сделке можно учиться.

Дебютная секьюритизация Тинькофф Банка: электронные закладные и розничные инвесторы

Виктор КИСЕЛЕВ,
руководитель управления
структурированных продуктов
и секьюритизации, Тинькофф Банк

— Сначала об активах. «Тинькофф» ассоциируется у всех с банком, связанным с потребительскими кредитами, с розничными активами, и это так на самом деле. И ипотечные кредиты в Тинькофф Банке тоже не совсем обычные.

Это кредиты, которые идут от банка, которые больше ассоциируются с потребительскими и с кредитными картами, это основные активы банка, а ипотечные кредиты — это кредиты под залог недвижимости. Что это подразумевает? Много формальных требований: подтверждение залога, оформление закладных, оценка до выдачи кредита. Кредиты в нашем случае выходили из банка, который специализировался



ся на потребкредитах. И это своя особенность. Это смесь из потребкредита и кредита с ипотечным покрытием, с обеспечением в виде ипотеки.

Мы рассматривали разные варианты. Можно ли сделать это секьюритизацией ипотечных кредитов? Делать ли сделки с бумажными закладными? О чем мы сказали сразу же — это что бумажных закладных не будет. Нужно ли делать электронные закладные или обойтись без них? Делать ипотечную сделку с изготовлением закладных или вообще делать сделку без спецдепозитария, сделку с потребительскими кредитами через СФО?

Мы выбрали ипотечную сделку с электронными закладными в основном, потому что это тестовая сделка. И глядя на регулирование... все-таки у нас с ипотекой регулирование мягче, лучше восприятие ипотечной секьюритизации среди инвесторов: налоговые льготы, требования по удержанию. С учетом всех этих рассуждений мы решили, что на первой сделке протестируем вот эти гибридные кредиты, которые имеют свойства потребительских кредитов и кредитов ипотечных. С точки зрения регулирования, конечно, хотелось бы, чтобы оно было мягче.

По структуре сделки задача была развернуть базу инвесторов, приучить их к таким сделкам. Мы готовились, мы тестировали «розницу», сколько она может купить, готовили маркетинговые материалы, смотрели, насколько будет она чувствительна к месячному купону или квартальному. Но мы не планировали сделать длинное размещение, потому что рассчитываем, что сделки будут повторяющимися.

Мы считаем, что наш андеррайтинг произошел не традиционно, от ипотечного бизнеса, а от потребительских кредитов, где банк научился оценивать риски и определять дефолт по заемщику, у которого можно посмотреть историю.

Денис ХМИЛЕВСКИЙ,

старший аналитик группы рейтингов проектного и структурированного финансирования, АКРА

— Это первая классическая сделка секьюритизации с электронными закладными, которой был присвоен наш рейтинг.

Особенности продукта. Это нецелевые кредиты под залог недвижимости, и целью этих кредитов может быть финансирование действующих кредитов (ремонт в доме, улучшение бизнеса) либо

еще каких-то потребностей заемщика. Важно, что в качестве залога банк принимает только квартиру, то есть это не могут быть комнаты, апартаменты, частные дома. Самый удивительный и интересный момент в данном продукте: сумма кредита составляет не более 50% стоимости залога, что в любом случае позволяет банку полностью вернуть долг.

Сильные стороны сделки. К сильным сторонам сделки следует отнести высокий уровень избыточной доходности, так как средневзвешенная ставка по портфелю составляет 14.18%, а ставка по купону — почти 8.0%; низкий средневзвешенный

показатель К/З по портфелю (он составил 37%), простую структуру сделки и, соответственно, классические механизмы защиты старшего транша.

Слабые стороны сделки. Это, в первую очередь, наличие в портфеле заемщиков с отрицательной кредитной историей, судимости, таких было порядка 22%. Исторические данные по портфелю довольно ограничены, однако это обусловлено спецификой: продукт совершенно новый, ему на данный момент чуть больше трех лет, а средневзвешенный возраст составляет порядка тринадцати месяцев.

Секьюритизация e-закладных

Елена МУЗЫКИНА,
директор подразделения
«Секьюритизация», ДОМ.РФ

— Наше стратегическое направление — это сделать так, чтобы выпуск ипотечных ценных бумаг для банков и оригинаторов был надежным, постоянным

и регулярным источником привлечения средств, а также чтобы доля секьюритизации постепенно увеличивалась. Мы не ждем суперглобальных скачков, но тем не менее ожидаем, что постепенно эта доля будет расти до уровня, который присутствует в более развитых экономиках, — 12–15%. Чтобы объем



секьюритизации увеличивался, для банков этот процесс должен стать комфортным, дешевым, прозрачным.

Колоссальный эффект есть от секьюритизации электронной закладной: во-первых, значительно быстрее все происходит, то есть нет необходимости ставить закладные на учет, значительно быстрее проходят все проверки, существенно снижается доля того, что отсеивается при формировании портфеля для секьюритизации. Самая сложная часть — это собрать данные по портфелю и проверить его. Иногда у тех, кто делает сделку первый раз, на это уходит до полугода. Электронная закладная — это только малый кусочек глобальной задачи — формирования стандарта данных для ипотечного кредитования в целом.

Владимир БАТАНОВ,
руководитель направления
«Развитие ипотечного рынка», ДОМ.РФ

— Толчком для масштабного использования электронной закладной стал 2020 год, когда в связи с пандемией все переходило в «цифру», стала увеличиваться электронная регистрация и банки, которые работали с электронной регистрацией, понимали, что делать ее и бумажную закладную нелогично и поэтому нужно активизировать работу с электронной закладной.

Мы обозначили три направления. Первое — это выдача электронных закладных через банк, без усиленной квалифицированной электронной подписи заемщика. В нашем понимании электронные закладные можно и нужно выпускать, даже если заемщик подписывает кредитные договоры на бумаге, даже если идет регистрировать сделку в МФЦ.

Еще одно направление — это выдача электронных закладных с залогом ДДУ. По закону это можно, на практике этого никто не делает. Если мы снимем барьер упрощения изменения в закладной при переводе из «первички» во «вторичку», то у банков возникнет стимул выпускать закладные сразу, в момент выдачи кредитов на новостройку. С точки зрения практики, пилот уже проведен. Первые закладные Банка ДОМ.РФ были выпущены в 2018 году с залогом ДДУ. Проблемы не выявлены: абсолютно стандартная закладная такая же, как с готовой квартирой.

Третье направление — правительственная инициатива по ускоренному внедрению в финансовый сектор онлайн-технологии — электронных закладных на блокчейне.

С точки зрения законодательства, электронная закладная — это бездокументарная ценная бумага, и, в отличие от бумажной закладной, она не живет вне депозитария. Права на нее и сама она хранятся на обязательном депозитарном учете. Для того чтобы работать с ней, банку нужно пройти четыре основных этапа. Первый — научиться создавать сам файл электронной закладной. В отличие от бумажных закладных, это единая форма для всех, и это упрощает анализ данных, сбор данных, поэтому, когда идет секьюритизация, уже понятно, где какая информация лежит, в какой форме, стандартизируется и упрощается получение данных. Дальше все очень похоже с бумажной закладной, за тем исключением, что электронная сразу попадает в депозитарий, там хранится, живет, изменяется, права на нее уже приходят в депозитарий. Каждый из этих этапов мы помогаем банку пройти, поэтому если у банка есть вопросы, он решает это сам или может обратиться к нам.

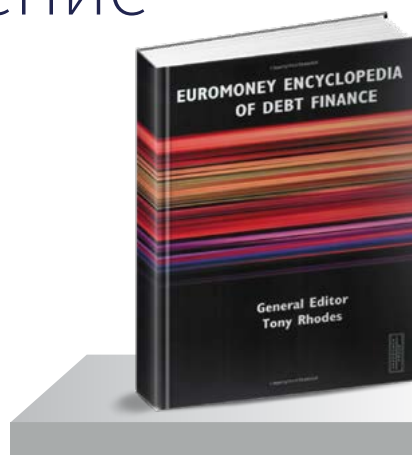


Алексей ТАРАСОВ,
эксперт по международным
рынкам капитала, кандидат
экономических наук, EMBA

Книжное обозрение

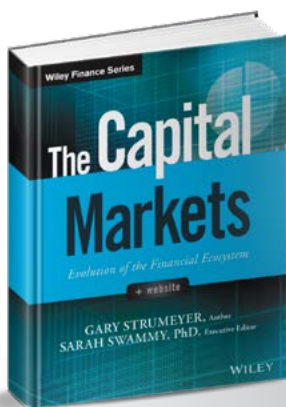
В данной заметке рассматриваются книги, посвященные рынкам капитала и инвестиционно-банковскому бизнесу, вопросам секьюритизации. В книгах, описанных далее, присутствует баланс между теоретическими вопросами, моделями финансовых рынков и практическими факторами их функционирования, с которыми сталкиваются основные игроки (банки, эмитенты, фонды, регуляторы).

Начнем обозрение с книги **Euromoney Encyclopedia of Debt Finance** (ed. T. Rhodes. 2nd ed. Euromoney Books, London, 2012. 231 p.). Авторы — практики-профессионалы: банкиры, представители ведущих юридических фирм, обладающие существенным опытом работы на рынках капитала. Изучив эту книгу, вполне можно получить представление о ключевых инструментах и механизмах функционирования рынков долгового капитала (включая частные размещения, конвертируемые облигации, финансирование проектов развития). Также следует отметить ряд недостатков. Во-первых, книга ни по своему объему (231 с.), ни по степени проработанности рассматриваемых тем не соответствует названию «энциклопедия». Вызывает удивление и то, что второе издание на 45 с. меньше первого (2016 г.) несмотря на существенные изменения на рынках капитала, вызванные финансовым кризисом 2007–2008 гг. Книга разбита на две части: описание базовых продуктов, лучшие практики. Некоторые главы в разных частях (например, о краткосрочных бумагах и покрытых облигациях) написаны одними и теми же



авторами, было бы логично объединить эти тексты в формате «теория/практика». Достаточно много места уделяется рыночной статистике, ее данные быстро теряют актуальность, поэтому их ценность ограничена. С точки зрения секьюритизации, в главе 16 книги приведен краткий обзор темы секьюритизации портфеля самолетов. Данная тем редко рассматривается в изданиях, посвященных рынкам капитала, и представляет интерес с учетом консолидации на рынке финансирования и лизинга авиационной техники. В главе 18 рассматривается кейс-стади по привлечению проектного финансирования для аэропорта «Пулково».

Книга **The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem** (Strumeyer G. / ed. S. Swammy. Wiley, New York, 2017. 648 p.) вполне может называться энциклопедией, учитывая существенный набор тем и де-



тельность их проработки. Это коллективная монография, в ряде случаев одним автором написано несколько связанных глав. Первая часть посвящена стратегическим концепциям, связанным с рынками капитала (роль рынков капитала, механизмы функционирования, вопросы управления рисками). Во второй части рассматривается широкий спектр инструментов рынков капитала (включая муниципальные облигации, проблемные бумаги, биржевые фонды). В книге уделяется достаточно много места секьюритизации — 130 страниц: глава 13 посвящена ипотечным ценным бумагам, главы 17–23 — ценным бумагам, обеспеченным активами, обеспеченным долговым обязательствам, структурированным инвестиционным инструментам, обеспеченным кредитным обязательствам. На мой взгляд, наиболее интересными являются главы 19 и 20, в которых рассматриваются, соответственно, неагентские ипотечные ценные бумаги и коммерческие ипотечные ценные бумаги. Для читателей было бы удобнее, если бы главы второй части были сгруппированы в несколько разделов, например: бумаги с фиксированным доходом, валютные и товарные рынки, акции, структурированные продукты. Книга, безусловно, является одним из лучших изданий, посвященных рынкам капитала.

Следующие две книги посвящены инвестиционно-банковскому бизнесу. **The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview** (Liaw, K. Thomas. 3rd ed. Wiley, New York, 2011. 384 p.) представляет собой обзор деятельности инвестиционных бан-

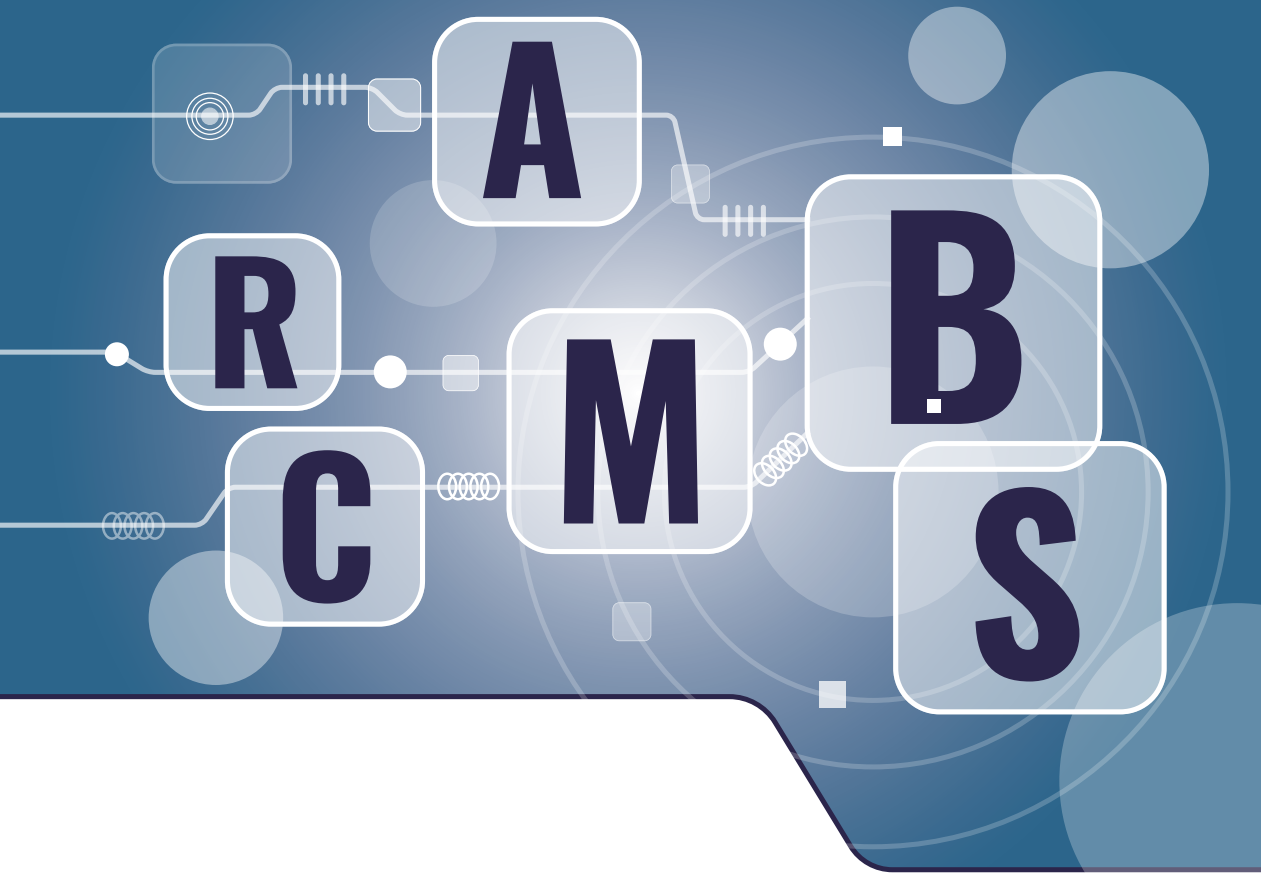
ков. В 19 главах предлагается описание различных аспектов инвестиционного бизнеса, включая слияния и поглощения, управление инвестициями. Секьюритизации посвящена глава 10, где приведены стандартные сведения по данной теме. В главе 17 **The BRICs: Investment Banking in Brazil, Russia, and India** автор предлагает базовый анализ российского рынка капитала. При этом несомненным плюсом книги является широта охваченных тем и достаточно высокий уровень изложения материала в целом.

Книга **An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity** (Stowell D., 3rd ed. Academic Press, New York, 2017. 732 p.), на мой взгляд, идеальное издание об инвестиционно-банковском бизнесе — одновременно детальное и сбалансированное описание всех аспектов деятельности инвестиционных банков. Книга состоит из трех разделов: «Инвестиционный банковский бизнес» содержит анализ основных инвестиционно-банковских продуктов (включая позиционирование секьюритизации в рамках бизнеса банка в целом); «Хедж-фонды и фирмы частных инвестиций» посвящен в том числе сделкам leveraged buy-outs; *Case Studies* объединяет очень познавательные кейс-стади, из которых я бы отдельно отметил Kmart, Sears, and ESL: как хедж-фонд стал одним из крупнейших ритейлеров в мире, инвестирование фирмы Cerberus в американскую автомобильную промышленность.



Тематические Telegram-каналы и группы

Название	Описание	Ссылка
Ипотека		
Ипотека в России. Новости и аналитика	Новости ипотеки в России. Новости ипотечных банков, недвижимости и строительства. Аналитика ипотечного рынка.	t.me/rusipoteka
Ипотека и недвижимость	Профессиональный блог — ипотека и недвижимость. Новости, факты, советы, условия кредитования.	t.me/ipotekahouse
Ипотека в регионах	Все, что нужно для работы ипотечного брокера. Актуальная информация по ипотечному кредитованию.	t.me/regcik
Ипотечные платформы		
Ipoteka.Global	Ипотечная бизнес-платформа для риелторов и ипотечных брокеров.	t.me/IpotekaGlobal
Ipoteka.Center	Самые важные новости платформы и банков-партнеров Ипотека.Центр, информация о новых встречах и просто полезный контент.	t.me/ipotekacenter
Клуб кредитных консультантов ProMoneyClub	Канал поддерживается сервисом для брокеров. Новости рынка, банков, информация о новинках сервиса и развития клуба, сообщества кредитных консультантов.	t.me/promoneyclub
Канал сервиса Нмаркет.ПРО	Экспертная информация для тех, кто работает с ипотекой. Новости, эксклюзивная информация, образовательные мероприятия и материалы.	t.me/ipoteka_pro
Группы		
Секьюритизация в России	Закрытый канал, который создан для обсуждения вопросов развития секьюритизации в России.	Вход по приглашению
IПОТЕКА FOR B2B	В группе обсуждают ипотечные проблемы и делятся опытом.	t.me/ipotekaBtoB
АИБ чат	АИБ — экосистема, обеспечивающая сообщество профессионалов ипотечного рынка, обучение брокериджу и формирование единых стандартов взаимодействия с банками и клиентами. В данном чате вы найдете полезную информацию о банках и сможете разобрать кейсы.	Вход по приглашению
Ипотечный чат	Вопросы-ответы по ипотеке. В чате много сотрудников различных банков и ипотечных брокеров. Многие готовы поделиться знаниями и опытом.	t.me/ipotekagroup
Ипотека LAB. Справочная	Чат ипотечного брокера.	t.me/ipotekalab
Жилищный конгресс	Чат Международного жилищного конгресса — крупнейшего делового мероприятия в сфере недвижимости формата B2B.	t.me/Gilforum
Самозанятый риелтор	Чат для самозанятых риелторов со всей России. Обмен опытом, консультации, анонсы встреч и вебинаров.	t.me/ya_realtor
Первый федеральный чат недвижимости	Живой федеральный чат. Юридические консультации, обмен опытом и партнерские сделки.	t.me/chermacchat
Недвижимость		
ЦИАН для профи	Официальный новостной канал ЦИАН для риелторов и партнеров.	t.me/cian_realtor
РИА Недвижимость	Канал ведет редакция сайта «РИА Недвижимость». Самое важное и интересное о недвижимости, городской среде, архитектуре и ЖКХ.	t.me/ria_realty
Домострой	Строительство недвижимости и всё, что с этим связано: от обманутых дольщиков до новых модных технологий.	t.me/domostroy_channel
Недвижа	Все о недвижимости простым языком. Выводы о главном.	t.me/nedvizha
Экономика, банки, финансы		
MMI	Анализ российской и мировой макростатистики и корпоративных отчетностей. Ключевые новости с финансовых рынков.	t.me/russianmacro
Cbonds.ru	Информация о новых облигационных размещениях, важных для отрасли событиях, дефолтах, аналитика от ведущих российских инвестиционных домов.	t.me/cbonds
InvestFunds ПИФы	Актуальная информация по российскому рынку ПИФов, биржевых ПИФов и ETF.	t.me/investfundsru
Mergers.ru	Информация по рынкам M&A, Private Equity, Venture Capital и IPO.	t.me/mergersrussia
Экономика	Экономика определяет цену политики. Политика определяет вектор экономики. Баланс этих сил определяет способность развития.	t.me/economika
Антискрепа	Авторский канал экономиста Никиты Кричевского.	t.me/antiskrepa



Приложение 1

Участники рынка

Компании — организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке

Название	Сайт
Sber CIB	www.sbrf-cib.ru
Абсолют Банк	www.absolutbank.ru
Альфа-Банк	www.alfabank.ru
Азиатско-Тихоокеанский банк	www.atb.su
Банк «Держава»	www.derzhava.ru
Банк «ДОМ.РФ»	www.domrfbank.ru
Банк «ФК Открытие»	www.open.ru
BCS Global Markets	www.bcsigm.com
БК «Регион»	www.region.ru
АО «ВТБ Капитал»	www.vtbcapital.ru
Газпромбанк	www.gazprombank.ru
«Да Винчи Капитал»	www.dvcap.com
ДОМ.РФ	дом.рф

Название	Сайт
Евразийский банк развития	www.eabr.org
Инвестиционный банк «Синара»	www.skbbank.ru
ИФК «Солид»	www.solidbroker.ru
Металлинвестбанк	www.metallinvestbank.ru
Московский кредитный банк	www.mkb.ru
МСП Банк	www.mspbank.ru
Промсвязьбанк	www.psbank.ru
Райффайзенбанк	www.raiffeisen.ru
Росбанк	www.rosbank.ru
Совкомбанк	www.sovcombank.ru
ТРИНФИКО	www.trinfico.ru
Транскапиталбанк	www.tkbbank.ru
Экспресс-Кредит	www.expresskd.ru

АО ВТБ КАПИТАЛ



ВТБ Капитал, инвестиционный бизнес Группы ВТБ, является лидером на рынке международных инвестиционно-банковских услуг в России.

Компания предлагает полный спектр инвестиционно-банковских продуктов и услуг, включая проведение торговых операций, организацию выпуска долговых и долевого ценных бумаг, финансовое консультирование по сделкам на рынках капитала и в области слияний и поглощений, прямые инвестиции, управление активами, конверсионные операции, хеджирование валютных и процентных рисков, предоставление услуг на товарно-сырьевых рынках.

ВТБ Капитал осуществляет операции из офисов в Москве, Лондоне, Гонконге, Сингапуре и Софии, а также на базе международных офисов группы ВТБ в Шанхае, Франкфурте-на-Майне, Вене и Цуге. Головной офис компании находится в Москве.



www.vtbcapital.ru

+7 (495) 960 9999

На правах рекламы



АО «ДОМ.РФ» создано в 1997 году для реализации государственной жилищной политики и является Единым институтом развития в жилищной сфере в соответствии с Федеральным законом №225-ФЗ. Компания на 100% принадлежит государству в лице Росимущества.

Развитие рынка ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг является одним из основных направлений деятельности ДОМ.РФ. В 2016 году был запущен механизм рефинансирования ипотечных кредитов через выпуск стандартизированных однотраншевых ипотечных ценных бумаг с полным солидарным поручительством единого института развития в жилищной сфере — ИЦБ ДОМ.РФ. За период 2016–2021 гг. состоялось 40 выпусков облигаций на сумму более 1.3 трлн рублей. Сегодня ИЦБ ДОМ.РФ составляет около 95% от общего объема ипотечных ценных бумаг и около 5% от всех корпоративных облигаций в обращении.

На правах рекламы



Райффайзен Банк — ведущий универсальный банк в России, а также один из признанных лидеров на рынке инвестиционных услуг.

На рынке секьюритизации Райффайзен Банк присутствует с 2007 года. В числе проектов — ипотечные сделки, в том числе сделки ДОМ.РФ, первая мультиоригинаторная сделка, первая сделка секьюритизации, обеспеченная электронными залоговыми, первая рублевая сделка секьюритизации потребительских кредитов, первая внутрироссийская сделка секьюритизации автокредитов, а также собственные проекты секьюритизации.

За последние несколько лет были успешно реализованы сделки классической секьюритизации с ПАО «Абсолют Банк» и ПАО МКБ, закрыта сделка в рамках механизма эмиссии ИЦБ ДОМ.РФ, принято участие в ипотечных сделках ИА Титан-3, ИА ТБ-1.

Сегодня Райффайзен Банк является одним из ведущих участников российского рынка обеспеченных ценных бумаг, представлен международной командой профессионалов, имеющих богатый практический опыт в области секьюритизации как на российском, так и на международном рынках ABS, MBS, RMBS. Это позволяет находить оптимальные пути реализации сделок на всех этапах, предлагать клиентам новые продукты и быстро реагировать на внешние вызовы.

АО «Райффайзенбанк»

Контактные лица в России:

Олег Корнилов

Исполнительный директор по рынкам долгового капитала управления корпоративных и инвестиционно-банковских продуктов

okornilov@raiffeisen.ru

- Адрес: 119002, Москва, Смоленская-Сенная пл., 28
- Web: bonds@raiffeisen.ru
- Телефон: +7 495 721-99-00

На правах рекламы



ПАО «Совкомбанк» — частный банк с активами 1.9 трлн рублей, входит в топ-10 крупнейших финансовых организаций страны. Включен в число системно значимых кредитных организаций (СЗКО). Предлагает полный комплекс услуг на рынке капитала, включая секьюритизацию, проектное и концессионное финансирование, выпуск и размещение сложноструктурированных инструментов.

Входит в топ-5 рейтингов организаторов облигационных займов и организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций России по итогам 2019–2021 годов (по версии Sбonds). Победитель премии Loans Cbonds Awards в номинации «Лучший российский банк на рынке синдикаций СНГ» в 2020–21 годах. Команда банка входит в топ-3 «Лучших команд sales на рынке облигаций».

Надежность банка подтверждена ведущими рейтинговыми агентствами. Кредитные рейтинги банка по международной шкале: S&P — «BB», прогноз «позитивный», Moody's — «Ba1», прогноз «стабильный», Fitch — «BB+», прогноз «стабильный». Кредитные рейтинги по национальной шкале: АКРА — «AA-», прогноз «стабильный», «Эксперт РА» — «ruAA», прогноз «стабильный», «НКР» — «AA-», прогноз «позитивный».

ПАО «Совкомбанк»,
Генеральная лицензия №963 от 5 декабря 2014 г.
123100, г. Москва, Краснопресненская набережная, д. 14, стр. 1

+7 (495) 988-93-70
cib@sovcombank.ru
sovcombank.ru

На правах рекламы



Банк «Открытие» предлагает широкий спектр услуг на рынках капитала, включая секьюритизацию, организацию сложно структурированных инструментов и решение задач клиентов по акционерному и долговому финансированию.

Банк «Открытие» — один из крупнейших универсальных банков России с диверсифицированной структурой бизнеса. Банк работает на финансовом рынке с 1993 года.

Банк «Открытие» входит в список системно значимых кредитных организаций, утвержденный Центральным банком РФ. Надежность банка подтверждена рейтингами национальных (АКРА, АА (RU)) и международных агентств (Moody's Investors Service, Ba2).

8 (495) 224-44-00
доб. 11-6060

ibps@open.ru

ПАО Банк «ФК Открытие» (Банк «Открытие»)
Генеральная лицензия Банка России № 2209. 114114, г. Москва, ул. Летниковская, д. 2, стр. 4.

На правах рекламы

Банки-оригинаторы — участники рынка ипотечного кредитования*

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2021 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2020 году, %
Сбербанк	2 903 307	39.57
ВТБ	1 196 484	27.89
Альфа-Банк	269 850	62.45
Банк «ФК Открытие»	154 749	6.63
Банк «ДОМ.РФ»	138 880	13.74
Россельхозбанк	129 437	-26.12
Росбанк	111 673	3.93
Газпромбанк	105 914	-11.03
Совкомбанк	99 075	142.26
Промсвязьбанк	93 928	-1.06
Райффайзенбанк	64 155	-6.88
Ак Барс Банк	54 149	67.85
Абсолют Банк	48 152	16.26
Банк «Уралсиб»	44 839	17.2
Банк «Санкт-Петербург»	37 956	5.01
Московский кредитный банк	37 611	144.74
РНКБ	32 410	50.88
ЮниКредит Банк	28 480	19.6
Транскапиталбанк	16 421	-0.58
Банк Центр-инвест	15 000	-2.39
Металлинвестбанк	13 050	4.03
АТБ	11 809	-26.16
Московский индустриальный банк	11 062	2.42
Банк Жилищного Финансирования	10 136	61.48
СМП Банк	8215	16.51

Источник: РУСИПОТЕКА

* Банки, участвующие в рейтинге компании «РУСИПОТЕКА».

АБСОЛЮТ БАНК

АКБ «Абсолют Банк» (ПАО) — крупный федеральный банк топ-35 по размеру активов с фокусом на высокотехнологичное развитие в приоритетных направлениях бизнеса. Основной акционер — структуры крупнейшего на рынке Негосударственного пенсионного Фонда «Благосостояние».

Абсолют Банк — участник рынка ипотеки и ипотечных облигаций с многолетним опытом.

Банк проводит сделки по секьюритизации ипотечных портфелей с 2013 года.

За 8 лет банк провел размещения, в том числе дебютную сделку секьюритизации на платформе «Фабрика ДОМ.РФ» в декабре 2021 года, совокупной номинальной стоимостью 10,093 млрд рублей.

В январе 2022-го ДОМ.РФ и Абсолют Банк договорились о выпуске ипотечных облигаций в объеме до 100 млрд рублей. Также в рамках меморандума предусмотрено проведение совместной работы по стандартизации и цифровизации рынка ипотечного кредитования и развитию рынка ипотечных облигаций.

На правах рекламы



АТБ

Азиатско-Тихоокеанский Банк

«Азиатско-Тихоокеанский Банк» (АО) присутствует на рынке секьюритизации с 2012 года, обладает успешным опытом самостоятельной организации сделок. Объем размещенных ипотечных облигаций, а также облигаций с залоговым обеспечением более 10 млрд руб.

Евгений Бардадим
Управление долгового
финансирования

тел. +7 (495) 988-30-61
atb@atb.su
www.atb.su

Квалифицированная команда АТБ предлагает следующие услуги²:

- предоставление промежуточного финансирования ипотечным агентам;
- предоставление консультационных услуг по оценке целесообразности проектов;
- участие в размещении облигаций в качестве андеррайтера или «якорного» инвестора.

² Не является офертой. Участие в качестве «якорного» инвестора, андеррайтинг бумаг, предоставление промежуточного финансирования рассматриваются отдельно, подлежат дополнительному согласованию и утверждению сторонами.

На правах рекламы

Рейтинговые агентства

Название	Сайт
Представительства международных рейтинговых агентств	
Moody's Investors Service	www.moody.com
Standard & Poor's	www.standardandpoors.com
Fitch Ratings	www.fitchratings.com
Российские рейтинговые агентства	
АКРА	www.acra-ratings.ru
«Эксперт РА»	www.raexpert.ru
Национальные Кредитные Рейтинги	www.ratings.ru
Национальное Рейтинговое Агентство	www.ra-national.ru

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

125009, Москва,
ул. Воздвиженка, д. 4/7, стр. 2,
бизнес-центр «Моховая», 7-й этаж

Телефон: 7 (495) 783-40-00
Факс: 7 (495) 783-40-01

russia@spglobal.com
www.spglobal.com

Expert РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО

Рейтинги, которым доверяют 25 лет

АО «Эксперт РА»

Россия, Москва,
ул. Николоямская, д. 13, стр. 2

+7 (495) 225 3444

www.raexpert.ru

Направление рекламы

«Эксперт РА» включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России

Рейтинги агентства используются Банком России, Министерством Финансов, Министерством экономического развития, Московской биржей

«Эксперт РА» — лидер российского рынка рейтинговых услуг

Основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством как по числу клиентов, так и по числу сотрудников. Агентством поддерживается более 600 кредитных рейтингов.

Юридические и финансовые консультанты

Название	Сайт
Allen & Overy	www.allenoverly.com
Baker & McKenzie	www.bakermckenzie.com
Bryan Cave Leighton Paisner	www.gblplaw.ru
Clifford Chance	www.cliffordchance.com
Deloitte	www.deloitte.com
EY	www.ey.com
KPMG	www.kpmg.com
Latham & Watkins	www.lw.com
Legal Capital Partners	www.lecap.ru
PwC	www.pwc.ru
TMF Group	www.tmf-group.com

Название	Сайт
White&Case	www.whitecase.com
АБ Проспект	www.prospect-1f.ru
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»	www.epam.ru
ЕМПП	www.empp.ru
«Иванян и партнеры»	www.ivanyan.partners
«Корельский, Ищук, Астафьев и партнеры»	www.kiaplaw.ru
«Ласета Партнерс»	www.laseta-partners.ru
«Линия права»	www.lp.ru
«Линклейтерз»	www.linklaters.com



Луиза ЛЕСНАЯ
Директор

Тел. +7 499 286-20-31
lesnaya.luiza@trewetch-group.ru

119435
Россия, Москва,
Большой Саввинский пер.,
д. 10, стр. 2А
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

Линия Права

Адвокатское бюро

рекомендовано в области рынков капитала ведущими международными и российскими юридическими рейтингами Chambers, Legal500, IFLR1000, Sbondс, Право.ру и Коммерсантъ.

Александр Кузнецов
руководитель
Практики рынков капитала,
банковского и финансового права
aleksandr.kuznetsov@lp.ru

АБ «Линия права»

Россия, 115184, г. Москва,
ул. Большая Татарская, д. 9
+7 495 937-80-00

www.lp.ru

Адвокатское бюро «Линия Права» – юридическая фирма, входящая в топ-15 компаний, оказывающих услуги на территории Российской Федерации. Более 380 успешных размещений на рынках акционерного и долгового капитала, которые прошли при нашей поддержке. Свыше 2 трлн рублей, привлеченных нашими клиентами на бирже. 11-кратные обладатели награды «Лучшая юридическая фирма на рынке облигаций» по версии Sbondс Awards. Авторы изданий Московской биржи «Руководство для эмитента: как стать публичной компанией» и «Руководство для эмитента: как выйти на рынок публичного долга».

Мы оказываем следующие юридические услуги:

- ✚ структурирование сделок секьюритизации;
- ✚ разработка договорной, в том числе обеспечительной, документации, сопровождение переговоров по сделке;
- ✚ сопровождение создания специализированного общества/ипотечного агента;
- ✚ сопровождение эмиссии ипотечных ценных бумаг и облигаций с залоговым обеспечением, включая подготовку проектов корпоративных решений и эмиссионной документации;
- ✚ взаимодействие с Банком России и инфраструктурными участниками рынка ценных бумаг, сопровождение допуска облигаций к торгам на Московской бирже и принятия их на обслуживание в НРД;
- ✚ консультирование относительно выполнения обязательств по раскрытию информации;
- ✚ выдача юридических заключений по российскому праву и другие вопросы.

На правах рекламы

Крупнейшие депозитарии по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов РС (деп.)*

№ п/п	Наименование	Статус	РС (деп), млн рублей	Сайт
1	«Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»	Специализированный депозитарий	4 305 380.40	www.specdep.ru
2	СДК «Гарант»	Специализированный депозитарий	2 229 173.43	www.sdkgarant.ru
3	«ВТБ Специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	1 555 633.46	www.vtbsd.ru
4	«Независимый специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	428 344.31	www.nzsd.ru
5	«Объединенный специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	345 110.55	www.usdep.ru
6	«РБ Спецдепозитарий»	Специализированный депозитарий	215 162.76	www.depository.ru
7	«ДК Регион»	Специализированный депозитарий	195 652.43	www.region-dk.ru
8	СДК «Гранит»	Специализированный депозитарий	49.68	www.sdkgranit.ru

* По данным Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) в сотрудничестве с Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) на 30.06.2021, www.safedepo.ru



www.vtbsd.ru
(495) 956-30-70
АО ВТБ Специализированный депозитарий

АО «ВТБ Специализированный депозитарий» – один из крупнейших специализированных депозитариев России с объемом контролируемых активов более 4216 млрд рублей, имеет рейтинг надежности депозитариев AAA.

С 1997 года оказывает полный спектр услуг специализированного депозитария и депозитария с использованием сертифицированного программно-технического комплекса собственной разработки.

Более 12 лет опыта обслуживания ипотечных покрытий.

Выступает специализированным депозитарием ипотечного покрытия как по сделкам с присвоением рейтинга, так и с поручительством АО «ДОМ.РФ».

На 31.12.2021 объем контролируемых ипотечных покрытий составляет более 606 млрд рублей.

Осуществляет депозитарный учет и хранение закладных.

В 2021 году в партнерстве с АО «ДОМ.РФ» была проведена крупнейшая сделка на рынке секьюритизации ипотечных активов, составившая более 100 тысяч закладных на сумму свыше 207 млрд рублей.

Всего в рамках проектов секьюритизации в 2021 году было проверено более 132 тысяч закладных.

www.vtbsd.ru

(495) 956-30-70

АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

АО «ВТБ Специализированный депозитарий». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг от 29 апреля 2003 г. № 177-06595-000100 на осуществление депозитарной деятельности, лицензия от 25 ноября 1997 г. № 22-000-1-00005 на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.



РЕГИОН

ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ

ТОП-5

по стоимости контролируемого имущества
(по данным ПАРТАД в 2021 г.)

ТОП-5

по суммарной величине собственных средств
и страхового покрытия (ПАРТАД в 2021 г.)

под контролем

около **1**
трлн рублей*

проверено

>600
тыс. закладных**

на учете

>25 000
электронных закладных**

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 045-09028-000100, выданная ФСФР России 04 апреля 2006 года, без ограничения срока действия

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, без ограничения срока действия

* на конец 2021 года

** проверено в течение 2021 года

АО «ДК РЕГИОН»

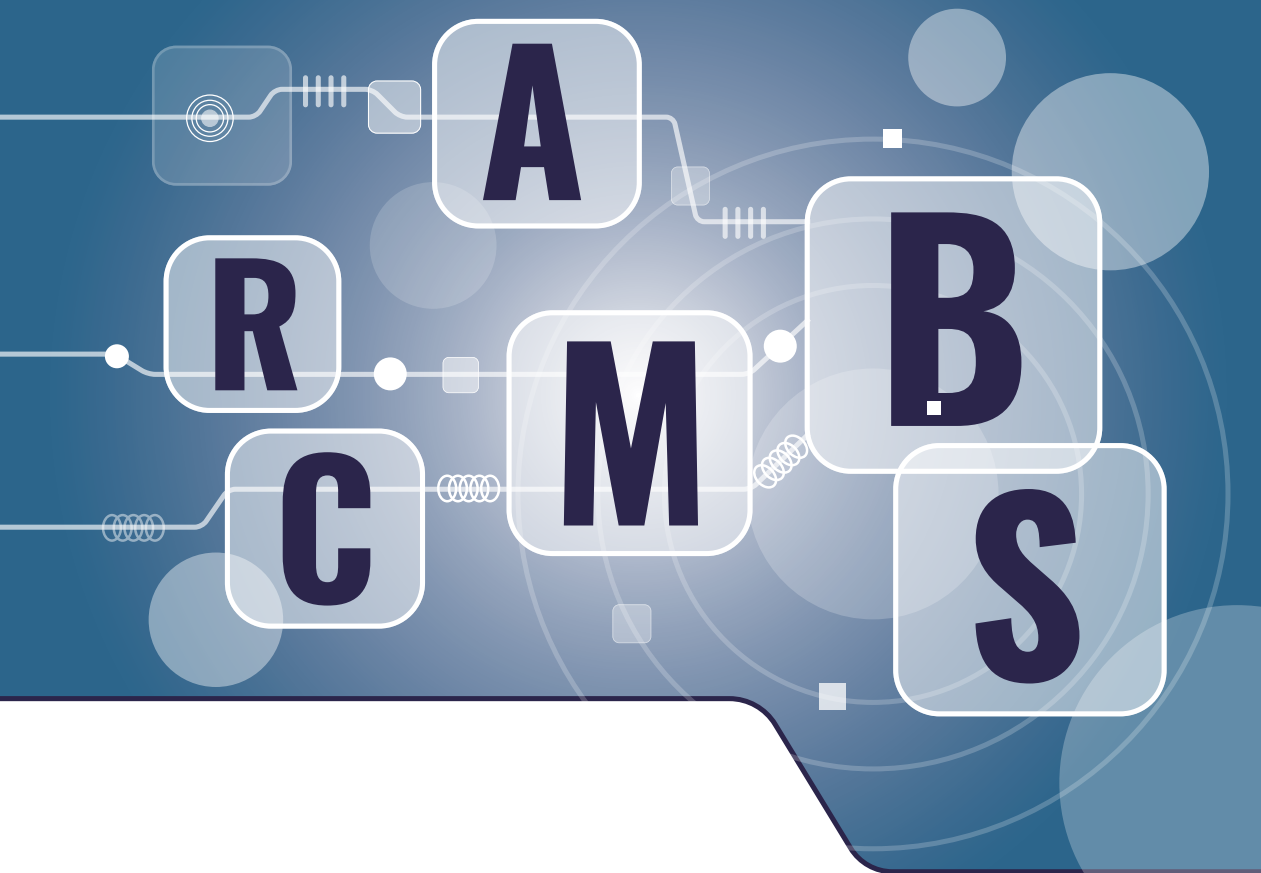
На правах рекламы

Топ-25 крупнейших управляющих компаний по стоимости чистых активов (СЧА)*

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб.	Сайт
1	«Сбер Управление Активами»	232 812.32	www.sberbank-am.ru
2	«Альфа-Капитал»	186 249.38	www.alfacapital.ru
3	«ВТБ Капитал Управление активами»	181 245.57	www.vtbcapital-am.ru
4	«Райффайзен Капитал»	80 510.89	www.raiffeisen-capital.ru
5	«Тинькофф Капитал»	51 661.93	www.tinkoffcapital.ru
6	«Газпромбанк — Управление активами»	39 421.93	www.gpb-am.ru
7	«Открытие»	33 184.27	www.open.ru
8	«РСХБ Управление Активами»	30 294.97	www.rshb-am.ru
9	«Брокеркредитсервис»	19 814.07	www.bcs.ru
10	«Атон-менеджмент»	19 188.53	www.am-aton.ru

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб.	Сайт
11	«Промсвязь»	16 989.32	www.upravlyaem.ru
12	БКС Управление благосостоянием	15 052.14	www.bcswm.ru
13	«Система Капитал»	14 623.00	www.sistema-capital.com
14	«МКБ Инвестиции»	9177.36	www.mkb-broker.ru
15	«БСПБ Капитал»	4296.92	www.bsrbcapital.ru
16	«ТРАНСФИНГРУП»	4103.69	www.tfg.ru
17	«Ингосстрах-Инвестиции»	4100.28	www.ingosinvest.ru
18	«Арикапитал»	3248.02	www.aricapital.ru
19	РБ Капитал	3020.11	www.rosbank-capital.ru
20	«ТКБ Инвестмент Партнерс»	2467.60	www.tkbip.ru
21	«Арсагера»	1927.98	www.arsagera.ru
22	«ДОХОДЪ»	927.75	www.dohod.ru
23	«ЭСЭ Управление активами»	740.38	www.am-ese.ru
24	ВЕЛЕС Менеджмент	651.89	www.veles-management.ru
25	«Апрель Капитал»	537.77	www.april-capital.ru

* По данным Investfunds.ru на 25.02.2022.



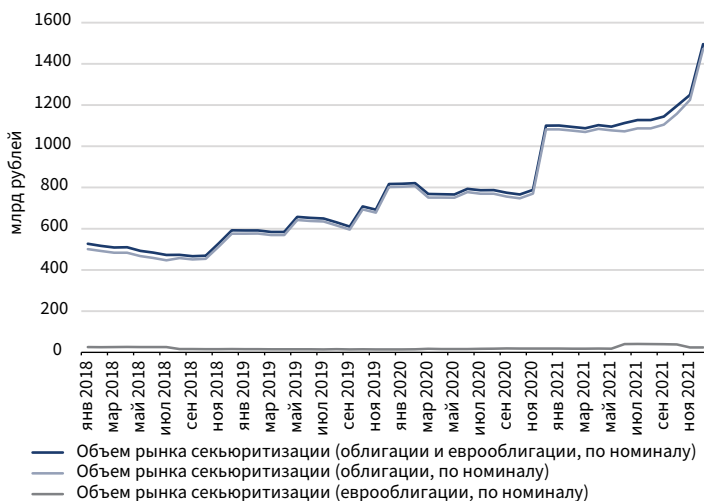
Приложение 2

Статистика рынка



Рисунок 1
Объем новых размещений на внутреннем рынке секьюритизации и ИЦБ
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 2
Объем рынка секьюритизации
Источник: Cbonds.ru



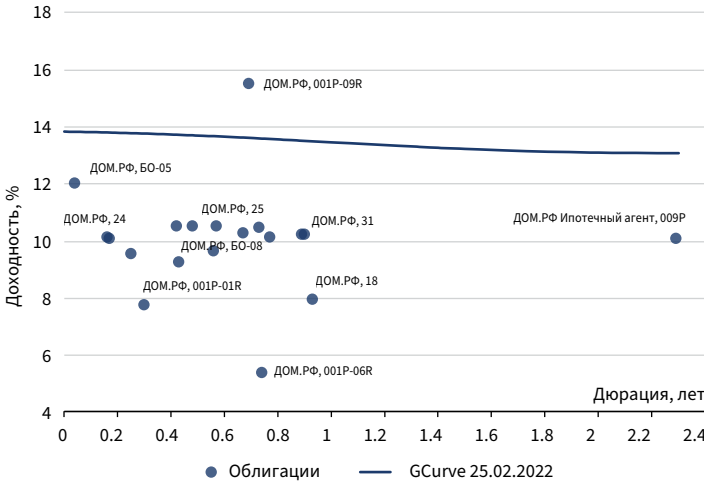
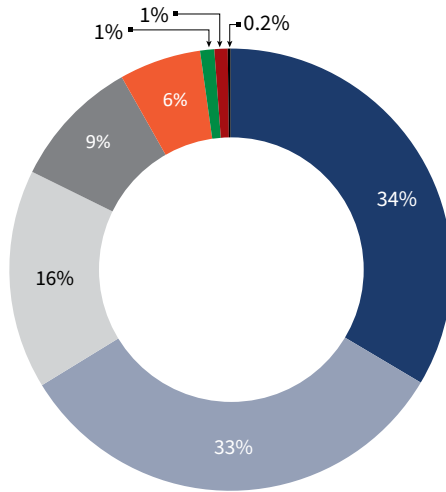
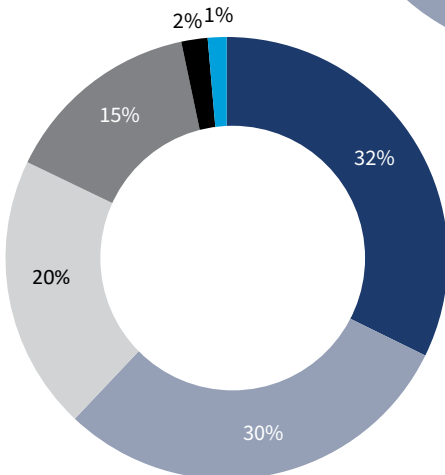


Рисунок 3
Карта доходности на рынке секьюритизации, обеспеченных и ипотечных облигаций, 2 марта 2022 года
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 4
Крупнейшие originаторы по объему секьюритизированных активов (по непогашенному номиналу)
Источник: Cbonds.ru



- Группа «ДОМ.РФ»
- Группа ВТБ
- Сбербанк России
- Газпромбанк
- Остальные
- Росбанк
- Металлинвестбанк
- Банк Жилищного Финансирования



- Банк ДОМ.РФ
- Sber CIB
- Газпромбанк
- ВТБ Капитал
- Совкомбанк
- Другие

Рисунок 5
Крупнейшие организаторы по объему размещения облигаций на рынке секьюритизации в 2021 году
Источник: Cbonds.ru

Таблица 1. Сделки секьюритизации* на российском долговом рынке

Источник: Cbonds

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Группа ВТБ (Withdrawn/NR/ Withdrawn/AAA(RU)/ruAAA**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 002P	48 197.8	6 290.3	07.12.2017	28.04.2046	11.5	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 006P	74 263.8	19 433.3	26.11.2018	28.05.2048	9.95	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 009P	72 973.5	30 673.0	29.05.2019	05.04.2029	9.5	-/-	Банк ДОМ.РФ, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 010P	95 652.8	39 883.4	30.10.2019	28.09.2049	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 013P	96 608.1	41 040.1	25.12.2019	07.05.2050	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-04	191 455.7	126 157.8	21.12.2020	28.06.2051	7.9	-/-	ВТБ Капитал
СФО ВТБ РКС-1, 01	35 000.0	35 000.0	26.10.2021	01.12.2030	8.00	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал
Итого	614 151.7	298 477.9					
Группа «ДОМ.РФ» (Ваа3/NR/BВВ/AAA(RU)/ruAAA**)							
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А1/12	3 175.0	12.0	28.11.2012	25.05.2045	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А2/12	1 587.0	6.0	28.11.2012	25.05.2045	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс Б/12	530.2	530.2	28.11.2012	25.05.2045	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2013-1, класс А2	4 978.0	1 070.8	27.08.2013	09.09.2045	9	-/-	Sber CIB
Ипотечный агент АИЖК 2013-1, класс Б	967.0	967.0	27.08.2013	09.09.2045	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А1/13	3 263.0	101.2	12.12.2013	22.06.2046	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А2/13	1 631.0	50.6	12.12.2013	22.06.2046	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс Б/13	546.0	546.0	12.12.2013	22.06.2046	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс Б	82.9	36.9	24.12.2013	11.08.2046	11	-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс В1	68.1	68.1	24.12.2013	11.08.2046	Определяет эмитент	-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс В2	97.8	97.8	24.12.2013	11.08.2046	Определяет эмитент	-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс В3	133.9	133.9	24.12.2013	11.08.2046	Определяет эмитент	-/-	Райффайзенбанк
Ипотечный агент АИЖК 2014-1, класс А3	6 323.0	1 603.5	25.03.2014	11.06.2046	8.5	-/-	Sber CIB

* Приведены сделки с активным статусом на 02.03.2022, данные сгруппированы по оригинатору и упорядочены по дате размещения.

** М / S&P / F / АКРА / «Эксперт РА».

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Ипотечный агент АИЖК 2014-1, класс Б	669.6	669.6	25.03.2014	11.06.2046	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
Ипотечный агент АИЖК 2014-3, класс А1	3 019.0	186.8	08.12.2014	16.06.2047	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2014-3, класс А2	1 509.0	93.4	08.12.2014	16.06.2047	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2014-3, класс Б	505.2	505.2	08.12.2014	16.06.2047	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс А3	6 459.0	2 859.0	17.02.2015	13.06.2047	10.5	-/-	Газпромбанк
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс Б	684.8	684.8	17.02.2015	13.06.2047	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 008Р	5 149.9	1 775.6	25.12.2018	28.12.2044	9.28	-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 015Р	16 252.7	8 084.8	18.06.2020	28.05.2049	5.9	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 014Р	6 652.6	3 921.2	26.06.2020	28.05.2047	5.75	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 018Р	14 018.9	8 857.1	19.11.2020	28.02.2051	5.85	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-03	16 540.1	11 068.6	10.12.2020	28.12.2049	6	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-02	10 206.3	6 847.5	18.12.2020	28.11.2050	6.05	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-07	11 252.3	9 033.7	22.04.2021	28.06.2049	6.9	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-09	9 749.2	8 753.7	07.09.2021	28.08.2031	7.65	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-12	1 857.3	1 722.6	29.10.2021	28.08.2031	5.5	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-13	5 353.1	5 065.7	17.11.2021	28.10.2031	9.15	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-17	31 410.3	30 407.1	21.12.2021	28.11.2031	6.8	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-16	207 605.0	200 139.6	23.12.2021	28.11.2031	7.65	-/-	ВТБ Капитал
Итого	372 277.2	305 899.7					
Банк жилищного финансирования (-/-/Withdrawn/-/ruB**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 01	2 108.6	305.3	28.12.2016	28.12.2039	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 03	1 957.9	308.0	26.12.2017	28.10.2037	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 004Р	4 751.3	1 234.1	08.10.2018	28.09.2047	8.3	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	8 817.8	1 847.4					

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Сбербанк России (ВааЗ/-/BBB/AAA(RU)/-)**							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 001P	49 999.8	15 156.9	26.05.2017	28.09.2049	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 007P	46 088.5	20 782.2	21.12.2018	28.06.2048	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 012P	24 085.6	12 503.6	13.12.2019	28.07.2049	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 016P	1 035.6	624.1	17.07.2020	28.07.2050	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-06	45 718.9	32 593.0	24.12.2020	28.05.2051	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-14	69 302.8	64 743.4	26.11.2021	28.11.2031	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
Итого	236 231.3	146 403.2					
Росбанк (ВааЗ/NR/BBB/AAA(RU)/ruAAA**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 005P	6 187.8	1 837.4	11.07.2018	28.04.2043	8	-/-	ДельтаКредит
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 05	7 207.0	3 562.1	18.03.2020	28.04.2045	6.5	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-01	5 825.2	4 043.7	11.12.2020	28.10.2045	6.05	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	19 220.0	9 443.2					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1 (-/-/-/-)**							
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс А	2 274.5	167.7	31.03.2015	20.08.2047	8.75	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б1	104.7	104.7	31.03.2015	20.08.2047	Определяет эмитент	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б2	66.0	66.0	31.03.2015	20.08.2047	Определяет эмитент	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б3	24.8	24.8	31.03.2015	20.08.2047	Определяет эмитент	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс А/4	2 127.0	134.9	29.04.2016	17.11.2045	11	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б/4	111.9	111.9	29.04.2016	17.11.2045	Определяет эмитент	-/-	ДОМ.РФ
Итого	4 708.8	610.1					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2 (-/-/-/-)**							
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс А	2 805.8	16.4	24.03.2016	15.12.2043	10.3	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс Б1	94.1	94.1	24.03.2016	15.12.2043	Определяет эмитент	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс Б2	282.7	282.7	24.03.2016	15.12.2043	Определяет эмитент	-/-	ДОМ.РФ
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс М	18.4	18.4	28.04.2017	15.12.2043	Определяет эмитент	-/-	ДОМ.РФ
Итого	3 201.0	411.6					

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Газпромбанк (Ba1/BB+/BBB-/AA+(RU)/ruAA+**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 017Р	7 244.7	4 843.8	30.10.2020	28.11.2050	5.2	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-05	49 087.0	35 907.2	25.12.2020	28.03.2051	6.4	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-11	48 293.5	46 105.3	28.10.2021	28.10.2031	6.8	-/-	Газпромбанк
Итого	104 625.2	86 856.3					
Металлинвестбанк (B1/-/-/A-(RU)/Withdrawn**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 011Р	4 923.7	2 210.5	25.10.2019	28.01.2050	7.1	-/-	Металлинвестбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-08	4 742.3	3 730.7	23.04.2021	28.04.2051	6.95	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-10	3 087.6	2 906.2	18.10.2021	28.07.2031	7	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	12 753.7	8 847.4					
Абсолют Банк (B2/-/Withdrawn/-/ruBBB**)							
Ипотечный агент Абсолют 5, 01	3 003.0	1 738.9	06.08.2020	12.12.2052	6.35	AAA(ru.sf) / -	Райффайзенбанк, АБСОЛЮТ БАНК, VCS Global markets
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-15	10 093.4	10 093.4	24.12.2021	28.09.2031	7.83	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	13 096.4	11 832.3					
Совкомбанк (Withdrawn/NR/BB+/AA-(RU)/ruAA**)							
СФО СФИ, 02	1 000.0	1 000.0	18.08.2020	18.08.2023	12	-/-	Совкомбанк
СФО СФИ 3, 01	1 500.0	1 500.0	28.12.2021	26.12.2024	13.00	-/-	Совкомбанк
Итого	2 500.0	2 500.0					
Санкт-Петербургский центр доступного жилья (-/-/-/-)**)							
Ипотечный агент ПСПб, класс А	1 878.9	8.2	24.12.2013	15.07.2041	8.5	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент ПСПб, класс Б	208.8	208.8	24.12.2013	15.07.2041	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Итого	2 087.7	216.9					
Солар Системс (-/-/-/-)**)							
СФО Русол 1, класс А	4 700.0	3 968.4	13.02.2020	15.02.2031	8.84	A+(RU) / -	Совкомбанк
СФО Русол 1, класс Б	900.0	779.2	13.02.2020	15.02.2031	12.84	BBB+(RU) / -	Совкомбанк, VCS Global Markets
СФО Русол 1, класс В	100.0	90.6	14.02.2020	15.02.2031	15.34	-/-	Совкомбанк
Итого	5 700.0	4 838.1					
Группа «ВИС» (-/-/-/A(RU)/ruA**)							
СФО Социального развития, класс А	3 216.1	2 663.3	30.06.2020	08.01.2027	10.21	- / ruA+.sf	BCS Global Markets, Банк ФК Открытие, Совкомбанк, Банк ДОМ.РФ
СФО Социального развития, класс Б	1 798.5	1 489.4	30.06.2020	08.01.2027	16.31	- / ruA-.sf	BCS Global Markets, Банк ФК Открытие, Совкомбанк

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
СФО Социального развития, класс М	560.0	554.8	30.06.2020	08.01.2027	Определяет эмитент	-/-	
Итого	5 574.6	4 707.5					
Другие оригинаторы							
Ипотечный агент Московский, 01	12 000.0	12 000.0	15.08.2014	17.09.2028	7	-/-	Банк ФК Открытие
Ипотечный агент ТФБ1, класс А	2 382.8	24.4	16.01.2015	26.03.2047	11	-/-	Sber CIB
Ипотечный агент ТФБ1, класс Б	132.8	132.8	16.01.2015	26.03.2047	11.5	-/-	Sber CIB
Ипотечный агент ТФБ1, класс В	140.8	140.8	16.01.2015	26.03.2047	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
Ипотечный агент ИНТЕХ, класс Б	216.2	101.1	27.03.2015	04.05.2045	Определяет эмитент	-/-	ИнтехБанк, ДОМ.РФ
СФО Локосервис финанс, 01	4 373.0	4 373.0	26.06.2017	20.06.2027	8.68	- / ruBB+	Альфа-Банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 003Р	7 557.0	910.9	20.12.2017	28.04.2042	Определяет эмитент	-/-	
Ипотечный агент БСПБ 2, 01	7 547.0	1 404.6	03.12.2018	10.12.2045	9.35	AAA(ru.sf) / -	ВТБ Капитал, БК Регион, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 04	2 663.5	1 047.5	27.12.2019	28.05.2040	6.50	-/-	Банк ДОМ.РФ
СФО Аккорд Финанс, класс А	400.0	0.4	18.02.2020	12.02.2024	10	-/-	ТРИНФИКО, Банк Держава
СФО Аккорд Финанс, класс Б	5.0	5.0	19.02.2020	07.02.2028	1.58	-/-	ТРИНФИКО
СФО ИнвестКредит Финанс, класс Б	5.0	5.0	24.03.2020	12.03.2030	0.4	-/-	ТРИНФИКО, Банк Держава
СФО Западный проект, 01	19.0	19.0	30.09.2020	22.09.2025	13	-/-	
СФО Т-Финанс, класс А	150.0	57.9	12.01.2021	07.01.2025	10	-/-	ТРИНФИКО, Банк Держава
СФО Т-Финанс, класс Б	5.0	5.0	13.01.2021	02.01.2029	0.2	-/-	ФАСП
СФО Легал Финанс, 01	120.0	120.0	29.10.2021	28.10.2026	Определяет эмитент	-/-	
Итого	37 717.1	20 347.5					
Тинькофф Банк (Ba2/-/BB+/A(RU)/ruA+**)							
Ипотечный агент ТБ-1, А	5 622.5	3 799.1	08.07.2021	23.03.2034	7.9	AAA(ru.sf) / -	Совкомбанк, ВТБ Капитал, Промсвязь-банк, СКБ-банк, Транскапиталбанк
Ипотечный агент ТБ-1, Б	877.5	877.5	08.07.2021	23.03.2034	Определяет эмитент	-/-	Совкомбанк
Итого	6 500.0	4 676.6					
Банк ТРАСТ (Withdrawn/-/Withdrawn/-/**)							
СФО Ф-Капитал, класс А	550.0	550.0	08.04.2021	08.04.2026	8.5	-/-	Банк «Держава», ТРИНФИКО
СФО Ф-Капитал, класс Б	5.0	5.0	21.05.2021	08.04.2031	Определяет эмитент	-/-	
Итого	555.0	555.0					

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
АБК-Инвест (-/-/-/-/-)**							
СФО Азимут, класс А	1 600.0	1 600.0	16.04.2021	16.04.2025	11.2	-/-	Совкомбанк
СФО Азимут, класс Б	400.0	400.0	16.04.2021	16.04.2025	Определяет эмитент	-/-	Совкомбанк
Итого	2 000.0	2 000.0					
Мультиоригинаторные сделки							
ИА Титан-3, класс А	2 275.0	1 272.5	05.03.2021	28.07.2053	7.45	AAA(ru.sf) / -	Организатор: Sber CIB Оригинатор: Азиатско-Тихоокеанский Банк, Банк БЖФ
ИА Титан-3, класс Б1	323.6	323.6	03.03.2021	28.07.2053	Определяет эмитент	-/-	Оригинатор: Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский Банк
ИА Титан-3, класс Б2	228.9	228.9	03.03.2021	28.07.2053	Определяет эмитент	-/-	Оригинатор: Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский Банк
СФО Титан, 02	100.0	0.1	30.03.2021	15.04.2024	5	-/-	Оригинатор: Югория, АРС Финанс Организатор: Экспресс-Кредит
Итого	2 927.5	1 825.2					
Итого в обращении (Итоговая сумма)	1 454 645.2	912 295.8					

Таблица 2. Сделки секьюритизации* российских компаний на международном долговом рынке

Источник: Cbonds

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
CityMortgage MBS Finance B.V., 9.25% 10sep2033, USD (ABS)	3.1	3.1	USD	10.08.2006	10.09.2033	9.25	Н/д	Организатор: ВТБ Капитал, Greenwich Financial Services Соорганизатор: RBI Group, Banco Finantia
Dali Capital Plc, 4.79924% 21dec2037, GBP (ABS)	225.0	225.0	GBP	14.12.2006	21.12.2037		Н/д	Barclays
URSA Mortgage Finance S.A., 11.0% 15dec2052, RUB (Z, ABS)	1 005.7	920.4	RUB	28.12.2007	15.12.2052	11.0	Ипотека	Bayerische Hypo- and Vereinsbank AG и UBS Limited
Итого, \$ млн	321.7	320.6						

* Приведены сделки с активным статусом на 22.02.2022, данные упорядочены по дате размещения.

Таблица 3. Обеспеченные и ипотечные облигации* на российском долговом рынке (без учета сделок секьюритизации)

Источник: Cbonds

Эмиссия	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
Группа «ДОМ.РФ» (Ваа3/NR/BBB/AAA(RU)/ruAAA**)							
ДОМ.РФ, 14	7 000.0	7 000.0	27.08.2009	15.05.2023	10	Ваа3/-/BBB	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТрансКредитБанк, Банк Москвы, Sber CIB
ДОМ.РФ, 15	7 000.0	7 000.0	27.08.2009	15.09.2028	9.25	Ваа3/-/BBB	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТрансКредитБанк, Банк Москвы, Sber CIB
ДОМ.РФ, 17	8 000.0	1 200.0	09.02.2011	15.04.2022	9.05	Ваа3/-/BBB	Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал, ВЭБ Капитал, Транскредитбанк
ДОМ.РФ, 18	7 000.0	3 500.0	05.04.2011	15.07.2023	7.71	Ваа3/-/BBB	ВТБ Капитал, Sber CIB
ДОМ.РФ, 24	6 000.0	3 000.0	05.12.2012	01.11.2022	9.8	Ваа3/-/BBB	Sberbank CIB, ВЭБ Капитал
ДОМ.РФ, 25	6 000.0	6 000.0	29.04.2013	01.10.2026	7.55	Ваа3/-/BBB	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 26	6 000.0	6 000.0	25.06.2013	01.11.2029	9.8	Ваа3/-/BBB	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 30	6 000.0	6 000.0	28.04.2014	01.03.2033	8.70	Ваа3/-/BBB	Райффайзенбанк, Sberbank CIB
ДОМ.РФ, 31	7 000.0	7 000.0	13.01.2015	01.02.2034	10	Ваа3/-/BBB	ВТБ Капитал, Газпромбанк
Итого	60 000.0	46 700.0					
Росбанк (Ваа3/NR/BBB/ruAAA/AAA(RU)**)							
РОСБАНК, 14-ИП	5000	2250	27.03.2014	27.03.2024	12	Ваа3/-/-	Росбанк
РОСБАНК, 13-ИП	7000	7000	01.10.2014	01.10.2024	6.9	Withdrawn/-/-	Росбанк
РОСБАНК, 15-ИП	5000	3437.5	10.10.2014	10.10.2024	11.92		Росбанк
РОСБАНК, 19-ИП	7000	7000	28.12.2017	28.12.2022	7.82		Росбанк
Итого	24 000.0	19 687.5					
Итого в обращении	84 000.0	66 387.5					

Таблица 4. Дефолты по сделкам секьюритизации*

Источник: Cbonds

Бумага	Вид обязательства	Планируемая дата исполнения	Дата исполнения в рамках технического дефолта	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн	Объем эмиссии, млн	Валюта	Причина дефолта
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2021	31.03.2021	Дефолт	126.9	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2020	01.10.2020	Дефолт	126.9	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2020	31.03.2020	Дефолт	125.6	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств

Бумага	Вид обязательства	Планируемая дата исполнения	Дата исполнения в рамках технического дефолта	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн	Объем эмиссии, млн	Валюта	Причина дефолта
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2019	01.10.2019	Дефолт	126.9	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	18.06.2019	02.07.2019	Дефолт	14.1	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	18.03.2019	01.04.2019	Дефолт	124.8	12 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
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

* Данные приведены по состоянию на 02.03.2022.

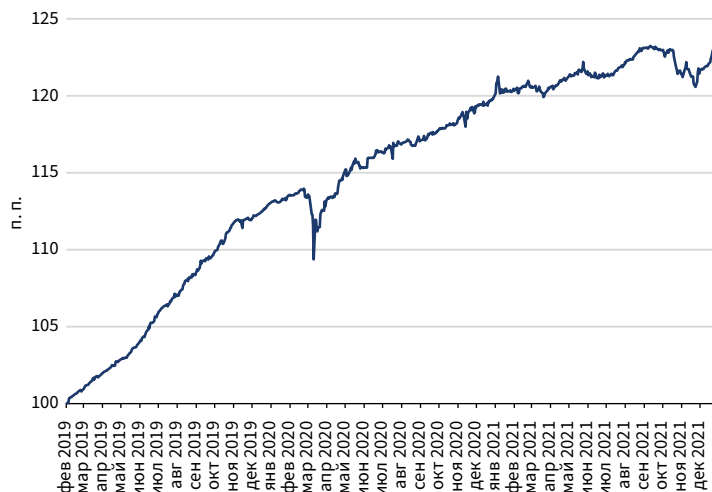


Рисунок 6
Динамика индекса
DOMMBS TR*

Источник: Cbonds.ru

* Индекс ипотечных облигаций ДОМ.РФ, рассчитанный методом совокупного дохода

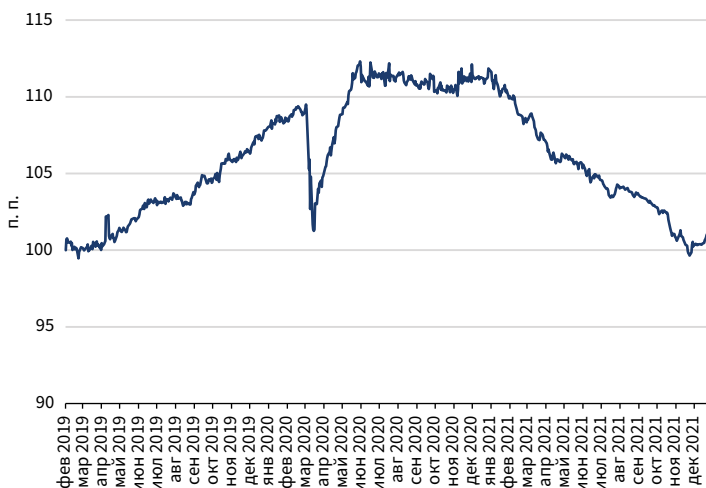


Рисунок 7
Динамика индекса
DOMMBS CP*
Источник: Cbonds.ru

* Индекс ипотечных облигаций ДОМ.РФ, рассчитанный методом чистых цен

Сделки 2021 года.

Класс активов: ипотека

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-07

Оригинатор / сервисный агент / поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 11.25 млрд руб.
Ставка купона: 6.9% годовых
Дата размещения: 22.04.2021
Дата погашения: 28.06.2049
Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
Специализированный депозитарий: Газпромбанк
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1005
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 169.60%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 12 216
География активов: Москва (6.63%), Московская область (6.37%), Краснодарский край (6.26%), всего 81 субъект РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-07-00307-R-001P / RU000A103125

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-08

Оригинатор / сервисный агент: Металлинвестбанк
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 4.74 млрд руб.
Ставка купона: 6.95% годовых
Дата размещения: 23.04.2021
Дата погашения: 28.04.2051
Организаторы: Банк «ДОМ.РФ»
Количество сделок на бирже в дату размещения: 30
Специализированный депозитарий: ВТБ Специализированный депозитарий
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 187.98%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 2525
География активов: Московская область (24.84%), Москва (14.98%), Белгородская область (10.17%), всего 26 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-08-00307-R-001P / RU000A1031K4

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-09

Оригинатор / сервисный агент: Банк «ДОМ.РФ»
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 9.75 млрд руб.
Ставка купона: 7.65% годовых
Дата размещения: 07.09.2021
Дата погашения: 28.08.2031
Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
Количество сделок на бирже в дату размещения: 287

Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 176.51%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 5407
География активов: Москва (16.14%), Московская область (12.77%), Новосибирская область (5.77%), Санкт-Петербург (5.42%), Свердловская область (5.24%), всего 69 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-09-00307-R-001P / RU000A103N43

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-10

Оригинатор / сервисный агент: Металлинвестбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 3.09 млрд руб.
 Ставка купона: 7% годовых
 Дата размещения: 18.10.2021
 Дата погашения: 28.07.2031
 Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Специализированный депозитарий: ВТБ
 Специализированный депозитарий
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 185.67%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 1377
 География активов: Московская область (12.84%), Новосибирская область (11.14%), Пермский край (10.67%), Москва (10.54%), Свердловская область (10.41%), всего 20 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-10-00307-R-001P / RU000A103W42

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-11

Оригинатор / сервисный агент: Газпромбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 48.29 млрд руб.
 Ставка купона: 6.8% годовых
 Дата размещения: 28.10.2021
 Дата погашения: 28.10.2031
 Организатор: Газпромбанк
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 3
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 177.38%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 23 626
 География активов: Санкт-Петербург (12.91%), Свердловская область (7.26%), Ямало-Ненецкий автономный округ (7.08%), Москва (6.95%), всего 77 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-11-00307-R-001P / RU000A103YG5

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-12

Оригинатор / сервисный агент: Банк «ДОМ.РФ»
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 1.86 млрд руб.
 Ставка купона: 5.5% годовых
 Дата размещения: 29.10.2021
 Дата погашения: 28.08.2031
 Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 163.35%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 928
 География активов: Москва (20.98%), Свердловская область (14.67%), Ростовская область (7.43%), Воронежская область (7.29%), всего 29 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-12-00307-R-001P / RU000A103YK7

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-13

Статус выпуска: социальные облигации (независимое мнение от «Эксперт РА»)
 Оригинатор / сервисный агент: Банк «ДОМ.РФ»
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 5.35 млрд руб.
 Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 0.65% годовых
 Дата размещения: 17.11.2021
 Дата погашения: 28.10.2031
 Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 79
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 145.73%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 2786
 География активов: Москва (19.96%), Московская область (16.45%), Санкт-Петербург (10.16%), всего 63 субъекта РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-13-00307-R-001P / RU000A1041Q0

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-14

Оригинатор / сервисный агент: Sber CIB
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 69.3 млрд руб.
 Ставка купона: плавающая
 Дата размещения: 26.11.2021
 Дата погашения: 28.11.2031
 Организатор: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Специализированный депозитарий: Рыночный спецдепозитарий

Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 197.73%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 35 134
 География активов: Москва (13.76%), Московская область (10.24%), Свердловская область (4.35%), Нижегородская область (4.09%), всего 83 субъекта РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-14-00307-R-001P / RU000A104511

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-17

Оригинатор / Сервисный агент: Банк «ДОМ.РФ»
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 31.41 млрд руб.
Ставка купона: 6.8% годовых
Дата размещения: 21.12.2021
Дата погашения: 28.11.2031
Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
Количество сделок на бирже в дату размещения: 4
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 171.23%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 15 184
География активов: Москва (19.39%), Московская область (15.24%), Санкт-Петербург (10.79%), всего 75 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-16-00307-R-001P / RU000A104AM1

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-16

Оригинатор / Сервисный агент: Банк «ДОМ.РФ»
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 207.61 млрд руб.
Ставка купона: 7.65% годовых
Дата размещения: 23.12.2021
Дата погашения: 28.11.2031
Организатор: ВТБ Капитал
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
Специализированный депозитарий: ВТБ
Специализированный депозитарий
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 180.8%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 101 609
География активов: Москва (13.8%), Московская область (9.26%), Республика Татарстан (5.31%), Свердловская область (4.68%), всего 76 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-15-00307-R-001P / RU000A104B79

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-15

Оригинатор / Сервисный агент: «Абсолют Банк»
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 10.09 млрд руб.
Ставка купона: 7.83% годовых
Дата размещения: 24.12.2021
Дата погашения: 28.09.2031
Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 214.99%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 4732
География активов: Москва (18.42%), Московская область (10.62%), Республика Татарстан (8.0%), Санкт-Петербург (6.98%), Свердловская область (6.37%), всего 21 субъект РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-17-00307-R-001P / RU000A104C45

ИА ТИТАН-3

Оригинаторы / сервисные агенты: Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский банк
Рейтинг: AAA(ru.sf) (класс А)
Объем сделки: 2275 млн руб. (класс А), 323.61 млн руб. (класс Б1), 228.92 млн руб. (класс Б2)
Ставка купона: 7.45% годовых (класс А), плавающая (Б1), плавающая (класс Б2)
Дата размещения: 03.03.2021
Дата погашения: 28.07.2053
Организатор: Sber CIB
Представитель владельцев облигаций: «Регион Финанс»
Юридический консультант сделки: Baker McKenzie (USA)
Количество сделок на бирже в дату размещения: 110 (класс А), 1 (класс Б), 1 (класс Б2)
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 214.6%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 1633
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-01-00019-L / RU000A102MB3 (класс А), 4B02-02-00019-L / RU000A102MC1 (класс Б1), 4B02-03-00019-L / RU000A102ME7 (класс Б3)

ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ ТБ-1

Оригинатор / Сервисный агент: Тинькофф Банк
Рейтинг: AAA(ru.sf) (класс А)
Объем сделки: 5622.5 млн руб. (класс А), 877.5 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: 7.9% годовых (класс А), плавающая (класс Б)
Дата размещения: 08.07.2021
Дата погашения: 23.03.2034
Организатор: ВТБ Капитал, Инвестиционный банк «Синара», Промсвязьбанк, Совкомбанк, Транскапиталбанк
Количество сделок на бирже в дату размещения: 6 667 (класс А), 1 (класс Б)

Специализированный депозитарий: ДК «Регион»

Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 167.16%

Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 5837

Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-01-00034-L / RU000A103D37 (класс А), 4B02-02-00034-L / RU000A103D45 (класс Б)

Класс активов: просроченная задолженность

СФО АЗИМУТ

Оригинатор / Сервисный агент: АБК-инвест
 Потенциальный приобретатель: Совкомбанк (класс А), АБК-инвест (класс Б)
Объем сделки: 1600 млн руб. (класс А), 400 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 4% годовых (класс А), плавающая (класс Б)
Дата размещения: 16.04.2021
Дата погашения: 16.04.2025
Организатор: Совкомбанк
Представитель владельцев облигаций: «Тревич-Представитель»
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату подписания решения: не более 2.2 млрд рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00594-R / RU000A102ZC3 (класс А), 4-02-00594-R / RU000A102ZD1 (класс Б)

СФО ВТБ РКС-1

Оригинатор / Сервисный агент: Банк ВТБ
 Рейтинг: AAA (ru.sf)
Объем сделки: 35 млрд руб.
Ставка купона: 8% годовых
Дата размещения: 26.10.2021
Дата погашения: 01.12.2030
Организатор: ВТБ Капитал
Представитель владельцев облигаций: «Регион Финанс»
 Юридический консультант сделки: LECAP
Количество сделок на бирже в дату размещения: 101
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату утверждения проспекта: 0 рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00586-R / RU000A1032P1

СФО ЛЕГАЛ ФИНАНС, 01

Оригинатор: «Сириус-Трейд»
Сервисный агент: Бюро Судебного Взыскания
Объем сделки: 120 млн руб.
Ставка купона: плавающая
Дата размещения: 29.10.2021
Дата погашения: 28.10.2026
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату подписания решения о выпуске: 3.7 млрд рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00621-R / RU000A103Y81

СФО СФИ 3, 01

Оригинатор / потенциальный приобретатель: Совкомбанк
Объем сделки: 1.5 млрд руб.
Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 4.5% годовых
Дата размещения: 28.12.2021
Дата погашения: 26.12.2024
Организатор: Совкомбанк
Представитель владельцев облигаций: «Тревич-Представитель»
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату подписания решения о выпуске: не более 4 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00559-R / RU000A1026

СФО Т-ФИНАНС

Оригинатор / Сервисный агент: ФАСП
Объем сделки: 150 млн руб. (класс А), 5 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: 10% годовых (класс А), 0.2% годовых (класс Б)
Дата размещения: 12.01.2021
Дата погашения: 07.01.2025 (класс А), 02.01.2029 (класс Б)
Организаторы: Банк «Держава», ТРИНФИКО
Представитель владельцев облигаций: «Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату подписания решения о выпуске: не менее 2.5 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00579-R / RU000A102L20 (класс А), 4-02-00579-R / RU000A102L38 (класс Б)

СФО ТИТАН, 02

Оригинаторы: Югорское коллекторское агентство, АРС Финанс, «Экспресс-Кредит»
Объем сделки: 100 млн руб.
Ставка купона: 5% годовых
Дата размещения: 30.03.2021
Дата погашения: 15.04.2024
Организатор: «Экспресс-Кредит»
Представитель владельцев облигаций: «Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату подписания решение о выпуске: не менее 5.3 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-02-00570-R / RU000A102U86

СФО Ф-КАПИТАЛ

Оригинатор / Сервисный агент: Банк ТРАСТ
Объем сделки: 550 млн руб. (класс А), 5 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: 8.5% годовых (класс А), плавающая (класс Б)
Дата размещения: 08.04.2021
Дата погашения: 08.04.2026 (класс А), 08.04.2031 (класс Б)
Организаторы: Банк «Держава», ТРИНФИКО

Представитель владельцев облигаций: «Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 37 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00591-R / RU000A102T30 (класс А), 4-02-00591-R / RU000A102T48 (класс Б)

Показатель	на 1 января 2022 года	на 1 января 2021 года	на 1 января 2020 года	на 1 января 2019 года	на 1 января 2018 года
Объем выданных ипотечных кредитов, млн рублей					
• всего	5 699 330	4 295 793	2 848 190	3 013 115	2 021 942
• в рублях	5 694 890	4 295 440	2 847 517	3 012 702	2 021 398
• в валюте	4 441	352	675	413	554
Объем задолженности, млн рублей					
• всего	11 767 642	9 086 290	7 491 513	6 410 409	5 187 462
• в рублях	11 752 135	9 070 212	7 470 185	6 376 845	5 144 933
• в валюте	15 506	16 078	21 328	33 564	42 529
Объем просроченной задолженности, млн рублей					
• всего	63 979	77 502	72 555	72 865	68 980
• в рублях	59 474	71 082	63 849	61 300	54 575
• в валюте	4505	6419	21 328	11 565	14 405
Средневзвешенная ставка в рублях, %					
• с начала года	-	-	-	9.56	10.64
• с начала месяца	7.81*	7.36*	9.00	9.66	9.79
Средневзвешенная ставка в валюте, %					
• с начала года	-	-	-	9.33	7.06
• с начала месяца	5.00*	10.00	10.00	-	-

Таблица 5
Динамика основных показателей рынка жилищного ипотечного кредитования в 2018–2022 гг.

Источник: ЦБ РФ

* В декабре 2021 года.

Таблица 6. Динамика ипотечного рынка в 2011–2021 гг.

Источник: ЦБ РФ

Год	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Выдача, млн руб.	716 944	1 031 992	1 353 926	1 762 523	1 147 339	1 473 227	2 021 942	3 013 115	2 848 190	4 444 680	5 699 330
Прирост, %	90.51	43.94	31.2	30.18	-34.9	28.4	37.3	49.0	-5.5	56.1	28.2
Выдача, шт.	523 582	691 724	825 039	1 012 301	691 943	856 378	1 086 950	1 471 821	1 269 322	1 780 498	1 908 498
Прирост, %	73.7	32.11	19.27	22.7	-31.65	23.76	26.9	35.4	-13.8	40.3	7.2

Таблица 7
Динамика средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам в рублях в 2006–2021 гг.

Источник: ЦБ РФ

Год	Средняя ставка	Год	Средняя ставка
2021	7.81	2013	12.4
2020	7.36	2012	12.3
2019	9.00	2011	11.9
2018	9.56	2010	13.1
2017	10.64	2009	14.3
2016	12.48	2008	12.9
2015	13.33	2007	12.6
2014	12.45	2006	13.7

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
2021 год	1 163 844	1 529 898	1 349 300	1 656 288
2020 год	762 019	678 097	1 257 899	1 597 778
2019 год	619 261	644 678	697 226	887 035
2018 год	582 049	727 400	761 424	942 242
2017 год	321 314	451 664	512 779	736 185
2016 год	323 624	341 143	362 403	446 057
2015 год	218 130	242 544	301 161	385 504
2014 год	334 817	434 836	452 209	540 661
2013 год	226 993	315 536	363 430	447 665
2012 год	181 111	248 400	269 185	330 378
2011 год	104 904	168 072	194 387	245 596
2010 год	48 947	84 415	100 716	145 981
2009 год	24 546	30 856	36 141	60 958
2008 год	150 759	188 424	198 280	118 345
2007 год	82 316	120 820	160 619	192 734
2006 год	22 995	55 542	77 114	107 910
2005 год	4690	9838	16 163	25 650

Таблица 8
Поквартальный объем
выданных ипотечных
жилищных кредитов,
2005–2021 гг., млн рублей
Источник: ЦБ РФ

Таблица 9
Объем задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
2004–2022 гг., млн рублей
Источник: ЦБ РФ

	Всего	В рублях	В валюте
01.01.2022	11 767 642	11 752 135	15 506
01.01.2021	9 086 290	9 070 212	16 078
01.01.2020	7 491 513	7 470 185	21 328
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	7150	10 622

Год	ВВП, млрд руб.	Задолженность по ипотечным жилищным кредитам, млн руб.	Доля задолженности по ипотечным жилищным кредитам к ВВП, %
2021	130 795	11 767 642	9.0
2020	106 607	9 086 290	8.52
2019	109 193	7 491 513	6.86
2018	103 862	6 410 409	6.17
2017	92 089	5 187 462	5.6
2016	86 010	4 490 079	5.2
2015	83 387	3 920 442	4.7
2014	79 200	3 528 379	4.5
2013	66 193	2 648 859	4.0
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	2.6
2008	41 276	1 070 329	2.59
2007	33 258	611 212	1.8
2006	26 904	233 897	0.87
2005	21 625	52 789	0.24
2004	17 048	17 772	0.1

Таблица 10
Динамика роста
задолженности
по жилищным
кредитам и ипотечным
жилищным кредитам
к ВВП, 2004–2021 гг.

Источник: ЦБ РФ, Росстат
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 11
Объем
и доля просроченной
задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
2006–2022 гг.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Дата	Доля просроченной задолженности, %	Объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам, млн руб.		
		Всего	В рублях	В валюте
01.01.2022	0.54	63 979	59 474	4 505
01.01.2021	0.54	77 502	71 082	6 419
01.01.2020	0.97	72 555	63 849	8 706
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	1.3	46 096	28 953	17 143
01.01.2014	1.5	39 502	25 442	14 060
01.01.2013	2.1	41 655	27 548	14 107
01.01.2012	3.1	45 327	25 946	19 381
01.01.2011	3.7	41 632	23 564	18 068
01.01.2010	3	31 031	18 526	12 505
01.01.2009	1.2	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	Доля рынка по величине портфеля, %
1	Сбербанк	6 363 933	54.08
2	ВТБ	2 625 245	22.31
3	Альфа-Банк	418 453	3.56
4	Россельхозбанк	387 961	3.30
5	Банк «ФК Открытие»	323 242	2.75
6	Газпромбанк	314 080	2.67
7	Росбанк	302 343	2.57
8	Промсвязьбанк	253 422	2.15
9	Банк «ДОМ.РФ»	219 589	1.87
10	Райффайзенбанк	163 724	1.39
11	Совкомбанк	158 496	1.35
12	Ак Барс Банк	118 410	1.01
13	Банк «Уралсиб»	108 372	0.92
14	Абсолют Банк	94 537	0.80
15	Банк «Санкт-Петербург»	86 736	0.74
16	ЮниКредит Банк	70 281	0.60
17	Транскапиталбанк	62 202	0.53
18	Московский кредитный банк	61 870	0.53
19	РНКБ	51 635	0.44
20	Банк «Центр-Инвест»	46 000	0.39
21	Банк «Зенит»	27 753	0.24
22	МинБанк	23 818	0.20
23	АТБ	21 887	0.19
24	ВБРР	19 565	0.17
25	СМП Банк	19 443	0.17

Таблица 12
Топ-25 банков
по величине ипотечных
жилищных портфелей
на 1 января 2022 года
Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 13
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, %
01.01.2022	370	260	70.2
01.01.2021	406	280	68.0
01.01.2020	442	318	71.9
01.01.2019	484	350	72.3
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

Дата	Количество действующих банков	Количество банков, работающих на рынке ипотечного кредитования	Доля банков, работающих на рынке ипотечного кредитования, %
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

Таблица 14
Концентрация
ипотечного рынка
Источник: РУСИПОТЕКА

Год	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Доля топ-5, %	81.82	81.53	79.08	85.80	82.69	79.56	82.44	80.66
Доля топ-10, %	91.30	93.45	91.33	92.70	92.33	88.86	89.07	86.96
Доля топ-15, %	95.67	97.85	97.15	97.30	96.34	94.36	93.57	90.24
Доля госбанков*, %	83.43	86.35	84.17	85.80	84.22	80.95	84.44	82.19

* Банки с госучастием: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, Промсвязьбанк, Банк «ФК Открытие», Банк «ДОМ.РФ», РНКБ.

№	Банк	Объем выданных кредитов, млн руб.	Количество выданных кредитов, шт.	Рыночная доля, %
1	Сбербанк	2 903 307	1 073 007	50.94
2	ВТБ	1 196 484	347 894	20.99
3	Альфа-Банк	269 850	63 032	4.73
4	Банк «ФК Открытие»	154 749	46 051	2.72
5	Банк «ДОМ.РФ»	138 880	42 507	2.44
6	Россельхозбанк	129 437	51 436	2.27
7	Росбанк	111 673	27 680	1.96
8	Газпромбанк	105 914	26 550	1.86
9	Совкомбанк	99 075	35 317	1.74
10	Промсвязьбанк	93 928	32 993	1.65
11	Райффайзенбанк	64 155	13 092	1.13
12	Ак Барс Банк	54 149	21 338	0.95
13	Абсолют Банк	48 152	14 240	0.84
14	Банк «Уралсиб»	44 839	12 391	0.79
15	Банк «Санкт-Петербург»	37 956	10 026	0.67
16	Московский кредитный банк	37 611	5617	0.66
17	РНКБ	32 410	10 710	0.57
18	ЮниКредит Банк	28 480	8136	0.50
19	Транскапиталбанк	16 421	6237	0.29
20	Банк «Центр-Инвест»	15 469	6724	0.27

Таблица 15
Рыночные доли
банков топ-20 Высшей
ипотечной лиги*
по объему выдачи
ипотечных жилищных
кредитов в 2021 году
Источник: РУСИПОТЕКА

* Высшая ипотечная лига — проект компании ООО «РУСИПОТЕКА», который анализирует работу ключевых участников рынка ипотечного кредитования. Данные обновляются на ежемесячной основе.

Организация	Рыночная доля, %	Изменение к 2020 году, %
Банки с частным капиталом		
Альфа-Банк	4.34	-0.39
Совкомбанк	2.07	0.33
Росбанк	1.41	-0.55
Московский кредитный банк	1.11	0.45
Райффайзенбанк	0.85	-0.28
Банки с частным российским капиталом		
Альфа-Банк	4.34	-0.39
Совкомбанк	2.07	0.33
Росбанк	1.41	-0.55
Московский кредитный банк	1.11	0.45
Банк «Санкт-Петербург»	0.75	0.08
Банки с частным иностранным капиталом		
Росбанк	1.41	-0.55
Райффайзенбанк	0.85	-0.28
ЮниКредит Банк	0.28	-0.22
Банки с госучастием		
Сбербанк	48.90	-2.04
ВТБ	27.04	6.05
Банк «ДОМ.РФ»	3.54	1.1
Банк «ФК Открытие»	2.12	-0.6
Газпромбанк	1.42	-0.44
Промсвязьбанк	1.25	-0.44
РСХБ	1.07	-1.2

Таблица 16
Рыночная доля
банков — лидеров
Высшей ипотечной
лиги в объеме выдачи
по итогам 2021 года
Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 17

Топ-25 кредиторов с максимальным объемом рефинансированных кредитов клиентов других банков по итогам работы в 2021 году

Источник: РУСИПОТЕКА

№	Банк	Объем рефинансированных кредитов, млн руб.	Количество рефинансированных кредитов, шт.	Доля рефинансирования чужих клиентов в объеме выдачи, %
1	ВТБ	200 959	87 386	16.8
2	Банк «ДОМ.РФ»	42 981	16 779	30.95
3	Сбербанк	41 343	19 431	1.42
4	Банк «ФК Открытие»	34 033	13 832	21.99
5	Альфа-Банк	32 304	12 344	11.97
6	Росбанк	25 522	7743	22.85
7	Промсвязьбанк	23 112	11 958	24.61
8	Райффайзенбанк	16 566	5003	25.82

№	Банк	Объем рефинансированных кредитов, млн руб.	Количество рефинансированных кредитов, шт.	Доля рефинансирования чужих клиентов в объеме выдачи, %
9	ЮниКредит Банк	12 867	3958	45.18
10	Ак Барс Банк	6441	2988	11.9
11	Газпромбанк	5252	2365	4.96
12	Россельхозбанк	4518	2295	3.49
13	Банк «Уралсиб»	4111	1318	9.17
14	Транскапиталбанк	3897	1558	23.73
15	Московский Индустриальный банк	3065	1363	27.71
16	МТС Банк	2850	722	41.45
17	АТБ	2635	850	22.31
18	ВБРР	2434	932	34.86
19	Совкомбанк	2028	602	2.05
20	СМП Банк	2002	757	24.37
21	Банк «Центр-Инвест»	1500	960	10
22	РНКБ	1317	512	4.06
23	Банк «Санкт-Петербург»	1211	412	3.19
24	Банк «Левобережный»	1174	636	18.39
25	Примсоцбанк	1010	354	15.93

Таблица 18. Результаты топ-15 банков на рынке ипотечного кредитования за последние 5 лет

Источник: РУСИПОТЕКА

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Сбербанк		
2021	2 903 307	40
2020	2 080 200	62
2019	1 280 955	-18
2018	1 560 204	44
2017	1 082 413	50
2016	722 000	6.7
ВТБ		
2021	1 196 484	28
2020	935 544	39
2019	675 440	0.5
2018	672 292	55
2017	376 736	28
2016	293 687	48

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Альфа-Банк		
2021	269 850	62
2020	166 107	81
2019	91 686	203
2018	33 049	-
2017	-	-
2016	-	-
Банк «ДОМ.РФ»		
2021	138 880	14
2020	122 100	100
2019	60 940	146
2018	24 820	19
2017	20 989	423
2016	4007	-

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Банк «ФК Открытие»		
2021	154 749	7
2020	145 126	58
2019	91 699	172
2018	33 743	170
2017	12 466	30
2016	9820	14
Совкомбанк		
2021	99 075	142
2020	40 895	47
2019	27 816	6
2018	26 245	781
2017	2978	-
2016	-	-
Газпромбанк		
2021	105 914	-11
2020	119 046	5.9
2019	112 405	-25
2018	149 408	87
2017	79 808	67
2016	47 848	78
Росбанк		
2021	111 673	4
2020	107 447	41
2019	76 288	5.9
2018	74 643	27
2017	58 864	40
2016	42 004	41
Промсвязьбанк		
2021	93 928	-1
2020	94 934	48
2019	64 265	138
2018	26 973	100
2017	13 494	35
2016	10 024	-
Россельхозбанк		
2021	129 437	-26
2020	175 188	96
2019	89 251	-30
2018	128 004	74
2017	73 723	12
2016	65 758	74

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Райффайзенбанк		
2021	64 155	-7
2020	68 896	18
2019	58 213	-8.2
2018	63 441	7
2017	59 200	60
2016	36 982	431
Ак Барс Банк		
2021	54 149	68
2020	32 260	121
2019	14 600	-51
2018	29 847	49
2017	14 168	19
2016	11 865	-
Банк «Уралсиб»		
2021	44 839	17
2020	38 258	30
2019	29 521	-3.3
2018	30 531	13
2017	27 076	346
2016	6065	298
Абсолют Банк		
2021	48 152	16
2020	41 417	-20
2019	51 867	7.8
2018	48 096	76
2017	27 251	28
2016	21 276	42
ЮниКредит Банк		
2021	28 480	20
2020	23 812	-23
2019	30 940	38
2018	22 428	-24
2017	29 338	361
2016	6360	160

Регион		Объем, млн рублей
Российская Федерация		5 699 330
1	г. Москва	875 636
2	Московская область	481 051
3	г. Санкт-Петербург	370 834
4	Тюменская область	246 060
5	Республика Татарстан	176 330
6	Краснодарский край	172 624
7	Свердловская область	169 901
8	Республика Башкортостан	159 236
9	Новосибирская область	142 752
10	Красноярский край	119 152
11	Ростовская область	116 554
12	Челябинская область	108 351
13	Нижегородская область	96 962
14	Пермский край	93 051
15	Самарская область	92 981
16	Приморский край	91 321
17	Ленинградская область	86 520
18	Иркутская область	82 459
19	Кемеровская область	76 063
20	Воронежская область	68 820

Таблица 19
20 регионов
с максимальным
объемом выданных
ипотечных кредитов
в 2021 году

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 20
20 регионов
с минимальным объемом
выданных ипотечных
кредитов в 2021 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем, млн рублей
Российская Федерация		5 699 330
1	Республика Карелия	19 874
2	Республика Марий Эл	18 065
3	Костромская область	17 065
4	Камчатский край	16 367
5	Новгородская область	16 169
6	Республика Хакасия	15 441
7	Псковская область	14 234
8	Чеченская Республика	12 997
9	Республика Северная Осетия	12 970
10	Кабардино-Балкарская Республика	12 452
11	Магаданская область	10 579
12	Республика Калмыкия	10 259
13	Карачаево-Черкесская Республика	9582
14	Республика Тыва	9404
15	Республика Адыгея	8439
16	г. Севастополь	8220
17	Еврейская автономная область	3816
18	Республика Алтай	3303
19	Чукотский автономный округ	3286
20	Республика Ингушетия	1709

Регион	Объем, млн рублей
Российская Федерация	2.82
1 г. Москва	6.18
2 Московская область	4.21
3 Сахалинская область	4.05
4 г. Санкт-Петербург	4.01
5 Чукотский автономный округ	3.53
6 Приморский край	3.47
7 Республика Саха (Якутия)	3.46
8 Камчатский край	3.32
9 г. Севастополь	3.20
10 Амурская область	3.19
11 Ленинградская область	3.18
12 Магаданская область	3.14
13 Хабаровский край	3.13
14 Республика Дагестан	3.06
15 Республика Тыва	2.99
16 Республика Калмыкия	2.86
17 Тюменская область	2.86
18 Республика Крым	2.69
19 Калужская область	2.69
20 Забайкальский край	2.68

Таблица 21
20 регионов
с максимальным
средним размером
кредита в 2021 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 22
20 регионов
с минимальным
средним размером
кредита в 2021 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем, млн рублей
Российская Федерация	2.82
1 Кемеровская область	2.13
2 Самарская область	2.12
3 Псковская область	2.12
4 Ярославская область	2.11
5 Саратовская область	2.11
6 Чувашская Республика	2.10
7 Республика Алтай	2.07
8 Пермский край	2.06
9 Удмуртская Республика	2.04
10 Вологодская область	2.02
11 Костромская область	2.02
12 Оренбургская область	2.00
13 Ульяновская область	1.99
14 Алтайский край	1.95
15 Челябинская область	1.85
16 Кировская область	1.83
17 Республика Марий Эл	1.82
18 Курганская область	1.79
19 Чеченская Республика	1.01
20 Республика Ингушетия	0.99

Регион		Выдано кредитов, штук
Российская Федерация		1 908 498
1	г. Москва	134 775
2	Московская область	108 397
3	г. Санкт-Петербург	87 236
4	Тюменская область	81 607
5	Республика Башкортостан	68 192
6	Республика Татарстан	67 979
7	Свердловская область	66 685
8	Краснодарский край	61 232
9	Челябинская область	55 678
10	Новосибирская область	52 286
11	Ростовская область	47 805
12	Красноярский край	44 812
13	Пермский край	42 569
14	Самарская область	41 371
15	Нижегородская область	37 802
16	Кемеровская область — Кузбасс	33 726
17	Алтайский край	31 601
18	Иркутская область	31 238
19	Оренбургская область	30 658
20	Воронежская область	29 321

Таблица 23
20 регионов
с максимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2021 году

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 24
20 регионов
с минимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2021 году

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Выдано кредитов, штук
Российская Федерация		1 908 498
1	Республика Мордовия	8254
2	Республика Карелия	8129
3	Костромская область	8006
4	Новгородская область	7108
5	Сахалинская область	7052
6	Республика Хакасия	6728
7	Псковская область	6335
8	Кабардино-Балкарская Республика	5167
9	Республика Северная Осетия	5154
10	Камчатский край	4651
11	Карачаево-Черкесская Республика	4033
12	Республика Адыгея	3442
13	Республика Калмыкия	3381
14	Магаданская область	3154
15	Республика Тыва	2980
16	г. Севастополь	2463
17	Республика Ингушетия	1713
18	Республика Алтай	1500
19	Еврейская автономная область	1464
20	Чукотский автономный округ	868

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	7.81
1 Республика Тыва	8.86
2 Карачаево-Черкесская Республика	8.72
3 г. Севастополь	8.64
4 Чеченская Республика	8.64
5 Республика Алтай	8.64
6 Республика Крым	8.55
7 Иркутская область	8.47
8 Самарская область	8.30
9 Кемеровская область	8.30
10 Кабардино-Балкарская Республика	8.29
11 Алтайский край	8.29
12 Ивановская область	8.24
13 Республика Хакасия	8.23
14 Республика Адыгея	8.22
15 Вологодская область	8.17
16 Республика Башкортостан	8.17
17 Республика Дагестан	8.16
18 Камчатский край	8.16
19 Тульская область	8.15
20 Кировская область	8.13

Таблица 25
20 регионов
с максимальной
средней ставкой
по выданным ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 26
20 регионов
с минимальной
средней ставкой
по выданным ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	7.81
1 Республика Марий Эл	7.71
2 Курская область	7.69
3 Тамбовская область	7.69
4 Республика Мордовия	7.66
5 Республика Татарстан	7.65
6 Ульяновская область	7.64
7 г. Санкт-Петербург	7.48
8 Ленинградская область	7.40
9 Еврейская автономная область	7.34
10 Пензенская область	7.30
11 Удмуртская Республика	7.25
12 Забайкальский край	7.14
13 Республика Бурятия	6.86
14 Хабаровский край	6.73
15 Сахалинская область	6.09
16 Приморский край	5.90
17 Республика Саха	5.87
18 Амурская область	5.79
19 Чукотский автономный округ	5.75
20 Магаданская область	5.51

Регион		Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация		11 767 642
1	г. Москва	1 647 210
2	Московская область	1 028 381
3	г. Санкт-Петербург	777 942
4	Тюменская область	553 543
5	Краснодарский край	367 053
6	Свердловская область	360 443
7	Республика Татарстан	347 628
8	Республика Башкортостан	327 701
9	Новосибирская область	285 955
10	Ростовская область	254 750
11	Красноярский край	247 419
12	Челябинская область	220 489
13	Самарская область	198 967
14	Нижегородская область	198 746
15	Ленинградская область	195 994
16	Пермский край	193 134
17	Иркутская область	173 435
18	Приморский край	164 202
19	Кемеровская область	154 264
20	Республика Саха	145 817

Таблица 27
20 регионов
с максимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2022 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 28
20 регионов
с минимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2022 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация		11 767 642
1	Республика Марий Эл	40 300
2	Республика Крым	38 790
3	Костромская область	34 954
4	Новгородская область	34 279
5	Республика Хакасия	33 278
6	Псковская область	32 109
7	Камчатский край	31 983
8	Республика Северная Осетия	28 473
9	Кабардино-Балкарская Республика	27 218
10	Республика Калмыкия	22 157
11	Республика Тыва	21 420
12	Магаданская область	20 275
13	Республика Адыгея	19 316
14	Карачаево-Черкесская Республика	18 219
15	г. Севастополь	14 355
16	Чеченская Республика	13 846
17	Еврейская автономная область	8381
18	Республика Алтай	6979
19	Чукотский автономный округ	6543
20	Республика Ингушетия	2426

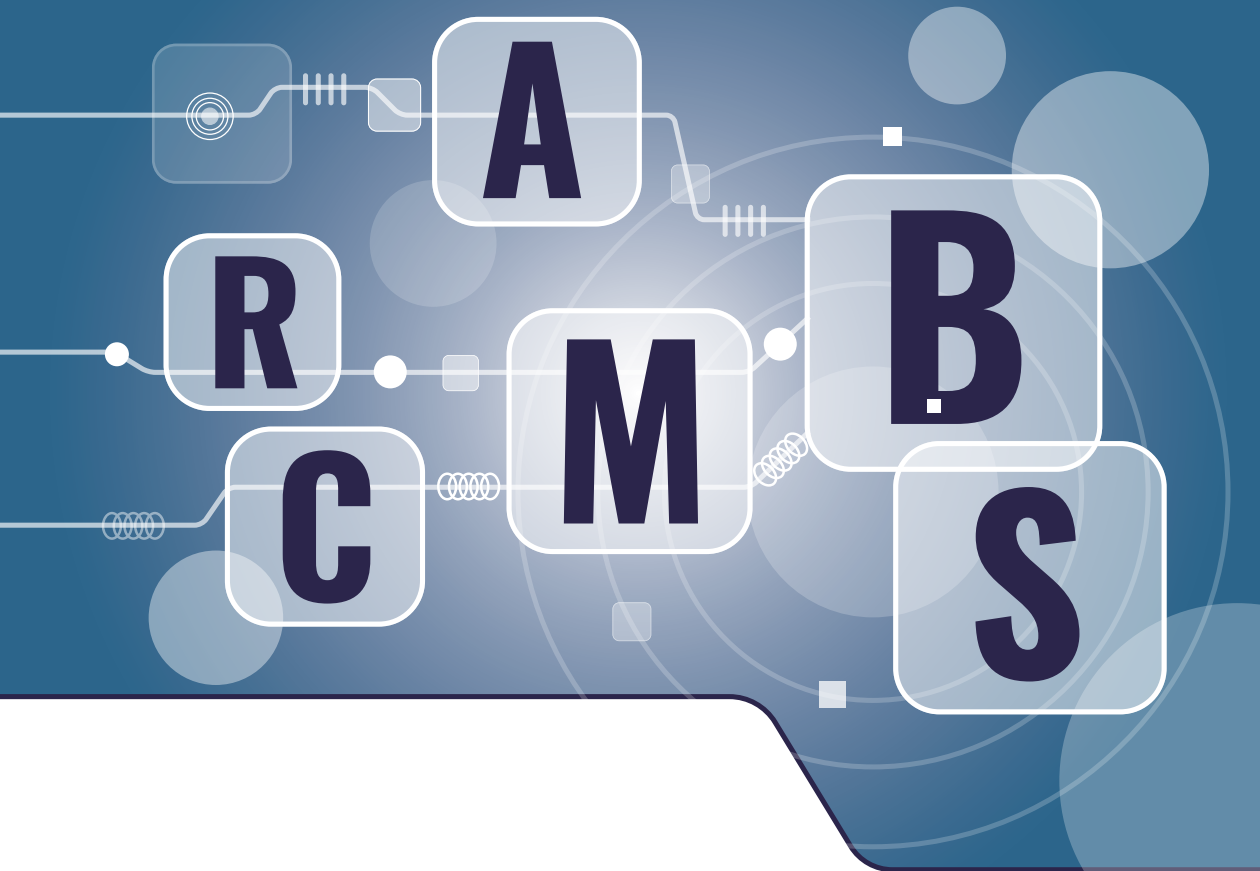
Регион		Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация		63 979
1	г. Москва	11 434
2	Московская область	7009
3	г. Санкт-Петербург	3017
4	Краснодарский край	2503
5	Тюменская область	2226
6	Красноярский край	1988
7	Свердловская область	1902
8	Калининградская область	1743
9	Ростовская область	1632
10	Новосибирская область	1397
11	Республика Башкортостан	1346
12	Челябинская область	1307
13	Республика Татарстан	1279
14	Самарская область	1216
15	Пермский край	1193
16	Воронежская область	1095
17	Иркутская область	1059
18	Ставропольский край	993
19	Нижегородская область	878
20	Республика Саха	857

Таблица 29
20 регионов
с максимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2022 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 30
20 регионов
с минимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2022 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация		63 979
1	Брянская область	180
2	Тамбовская область	178
3	Республика Хакасия	166
4	Орловская область	147
5	Республика Марий Эл	130
6	Республика Мордовия	127
7	Псковская область	123
8	Республика Тыва	110
9	Костромская область	109
10	Республика Калмыкия	106
11	Республика Карелия	98
12	Новгородская область	93
13	Республика Алтай	87
14	Камчатский край	70
15	Еврейская автономная область	62
16	Республика Крым	60
17	Магаданская область	50
18	Республика Ингушетия	43
19	г. Севастополь	19
20	Чукотский автономный округ	5

Будет модуль РИК



Приложение 3

Рэнкинги

организаторов

сделок

Рэнкинги участников рынка облигаций в России

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	ВТБ Капитал	490 967	49	249	18.26
2	Sber CIB	490 298	49	244	18.23
3	БК Регион	311 148	29	67	11.57
4	Газпромбанк	270 362	57	96	10.06
5-6	Московский кредитный банк	180 008	41	69	6.69
5-6	Совкомбанк	180 008	64	89	6.69
7	Альфа-Банк	145 684	39	54	5.42
8	Банк «ДОМ.РФ»	99 518	5	13	3.70
9	Банк «ФК Открытие»	74 445	25	40	2.77
10	Россельхозбанк	63 872	27	39	2.38
11	Промсвязьбанк	47 154	11	16	1.75
12	Москва	45 433	1	2	1.69
13	Инвестиционный банк «Синара»	40 801	39	53	1.52
14	BCS Global Markets	37 414	35	49	1.39
15	РОСБАНК	33 718	5	7	1.25
16	Райффайзенбанк	29 962	18	21	1.11
17	ВБРР	14 513	2	3	0.54
18	ЮниКредит Банк	11 510	5	6	0.43
19	Банк РОССИЯ	9690	3	4	0.36
20	ITI Capital	9604	12	16	0.36
Остальные		102 713			3.83
Итого		2 688 822	196	693	100

Таблица 1
Рэнкинг организаторов облигаций на внутреннем рынке по итогам 2021 года, топ-20 (Россия)

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2021 года (Россия)
Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Банк «ДОМ.РФ»	77 546	1	8	32.27
2	Sber CIB	71 578	2	2	29.78
3	Газпромбанк	48 293	1	1	20.09
4	ВТБ Капитал	35 000	1	1	14.56
5	Совкомбанк	4612	2	2	1.92
6-7	Промсвязьбанк	1306	1	1	0.54
6-7	Инвестиционный банк «Синара»	1305	1	1	0.54
8	Банк «Держава»	700	2	2	0.29
Итого		240 340	7	16	100

Таблица 3
Рэнкинг представителей
владельцев облигаций
на внутреннем рынке по
итогам 2021 года (Россия)

Источник: Cbonds.ru

№	Представитель владельцев облигаций	Количество размещений
1	«Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»	98
2	«Регион Финанс»	50
3	«Первая Независимая»	18
4	«Волста»	13
5	«Юнилайн Капитал Менеджмент»	8
6	«Тревич-Представитель»	3
7–8	УК ТФГ	2
7–8	«Юнитек Сервис»	2
9–12	«Альянс-Фининвест»	1
9–12	ЛП «Трасти Сервисез»	1
9–12	«Эталон Консалтинг»	1
9–12	Юридическая фирма «Некторов, Савельев и Партнеры»	1
Итого		198

Рэнкинги участников сделок секьюритизации в Европе, США и мире

Таблица 4
Рэнкинг организаторов
сделок секьюритизации
в мире, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2021 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Barclays	140 179	184
2	Citigroup	136 127	175
3	Bank of America	134 065	161
4	Wells Fargo	124 192	144
5	J.P. Morgan	122 244	150

№	Инвестиционный банк	2021 год			2020 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	39 310	134	10.0	22 229	89	8.1
2	Credit Suisse	37 059	184	9.4	20 557	116	7.5
3	Barclays	36 395	148	9.3	23 326	110	8.5
4	Bank of America	32 151	125	8.2	25 230	87	9.2
5	J.P. Morgan	30 779	122	7.8	27 679	101	10.1
Другие		216 782		55.3	154 664		56.6
Итого		392 476	677	100	273 685	501	100

Таблица 5

Рэнкинг организаторов
сделок секьюритизации
в Европе (включая
ABS, MBS, CMBS,
CLO и CDO), топ-5

Источник:
Green Street
(www.greenstreet.com)

Таблица 6
Рэнкинг организаторов
сделок ABS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2021 год			2020 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	39 310	134	10.0	22 229	89	8.1
2	Credit Suisse	37 059	184	9.4	20 557	116	7.5
3	Barclays	36 395	148	9.3	23 326	110	8.5
4	Bank of America	32 151	125	8.2	25 230	87	9.2
5	J.P. Morgan	30 779	122	7.8	27 679	101	10.1
Другие		216 782		55.3	154 664		56.6
Итого		392 476	677	100	273 685	501	100

№	Инвестиционный банк	2021 год			2020 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J.P. Morgan	132 579	351	11.1	84 893	253	11.4
2	Citigroup	109 613	297	9.2	62 467	212	8.4
3	Bank of America	99 235	311	8.3	55 942	180	7.5
4	Barclays	90 178	276	7.5	54 718	201	7.3
5	Credit Suisse	85 473	303	7.1	57 665	204	7.7
Другие		678 747		56.8	431 190		57.7
Итого		1 195 825	2100	100	746 875	1444	100

Таблица 7
Рэнкинг организаторов сделок структурированного финансирования в мире, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2021 год			2020 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J.P. Morgan	33 266	79	11.9	17 679	44	13.9
2	Citigroup	25 811	56	9.3	14 608	38	11.5
3	Barclays	25 745	60	9.2	16 866	47	13.3
4	Bank of America	25 587	55	9.2	9237	27	7.3
5	Morgan Stanley	23 426	58	8.4	8385	23	6.6
Другие		145 159		52.0	60 342		47.4
Итого		278 994	544	100	127 117	307	100

Таблица 8
Рэнкинг организаторов сделок CLO/CDO в мире, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Эмитент	2021 год			2020 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Santander Group	24 957	19	2.7	15 471	14	3.0
2	J.P. Morgan	22 865	30	2.5	8847	18	1.7
3	General Motors	18 097	15	1.9	21 078	23	4.2
4	Blackstone	15 729	26	1.7	8163	15	1.6
5	Japan Housing Finance Agency	14 896	13	1.6	18 293	15	3.6
6	Freddie Mac	13 816	13	1.5	16 317	16	3.2
7	Credit Suisse	13 469	29	1.4	6424	14	1.3
8	Toyota	12 401	9	1.3	8317	6	1.6
9	Goldman Sachs	11 688	23	1.3	4445	12	0.9
10	Nelnet	10 456	6	1.1	1547	5	0.3
Другие		773 330		83.0	398 445		78.6
Итого		931 704	1613	100	507 347	956	100

Таблица 9
Рэнкинг эмитентов сделок секьюритизации в мире (включая ABS, MBS, CLO и CDO), топ-10

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

Таблица 10
Рэнкинг юридических консультантов организаторов сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Юридический консультант	2021 год		2020 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Hunton Andrews	79 770	144	44 151	86
2	Sidley Austin	103 923	139	61 948	93
3	Dentons	44 265	123	29 926	75
4	Morgan Lewis	47 341	84	37 866	67
5	Mayer Brown	43 856	56	31 835	52
Другие		159 919		97 842	
Итого		479 074	857	303 568	580

№	Юридический консультант	2021 год		2020 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Morgan Lewis	63 985	102	37 782	54
2	Hunton Andrews	43 984	97	21 028	56
3	Mayer Brown	69 984	86	57 842	85
4	Sidley Austin	47 308	72	22 156	47
5	Dentons	18 264	62	15 197	49
Другие		235 549		149 563	
Итого		479 074	857	303 568	580

Таблица 11
Рэнкинг юридических консультантов эмитентов сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Трасти	2021 год			2020 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	U.S. Bank	145 980	254	30.5	97 059	182	32.0
2	Citigroup	90 330	131	18.9	33 585	62	11.1
3	Wilmington Trust	67 009	140	14.0	42 848	102	14.1
4	WSFS	49 152	120	10.3	19 162	49	6.3
5	BNY Mellon	46 085	59	9.6	30 339	49	10.0
Другие		80 518		16.7	80 575		26.5
Итого		479 074	857	100	303 568	580	100

Таблица 12
Рэнкинг трасти-сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2021 год			2020 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Moody's	234 525	311	49.0	129 024	188	42.5
2	S&P	199 091	306	41.6	162 152	247	53.4
3	Fitch	168 554	252	35.2	124 041	197	40.9
4	DBRS Morningstar	142 716	266	29.8	86 936	192	28.6
5	KBRA	142 288	338	29.7	60 861	163	20.0
Итого		479 074	857	100	303 568	580	100

Таблица 13
Рэнкинг рейтинговых агентств в сделках ABS/MBS в США

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	Объем, \$ млн	Доля рынка, %	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	JP Morgan	65 789	8.92	245	420
2	Citigroup	58 839	7.97	240	388
3	HSBC	44 576	6.04	232	388
4	BofA Securities	36 131	4.90	138	226
5	Standard Chartered Bank	35 353	4.79	219	384
6	Goldman Sachs	32 519	4.41	98	169
7	BNP Paribas	28 214	3.82	140	231
8	Morgan Stanley	22 442	3.04	87	152
9	Deutsche Bank	20 181	2.73	96	167
10	Barclays	15 494	2.10	80	128
11	Credit Suisse	13 775	1.87	88	141
12	Credit Agricole CIB	13 550	1.84	78	147
13	UBS	12 453	1.69	103	155
14	Bank of China	11 744	1.59	181	259
15	Mitsubishi UFJ Financial Group	10 219	1.38	70	100
16	Banco Santander	10 082	1.37	49	70
17	Societe Generale	9797	1.33	58	82
18	ICBC	9692	1.31	143	194
19	Mizuho Financial Group	9618	1.30	94	141
20	CICC	8889	1.20	159	210
Остальные		268 602	36.40		
Итого		737 959	100	854	1698

Таблица 15

Рэнкинг юридических консультантов эмитентов и организаторов еврооблигаций развивающихся рынков по итогам 2021 года, топ-25

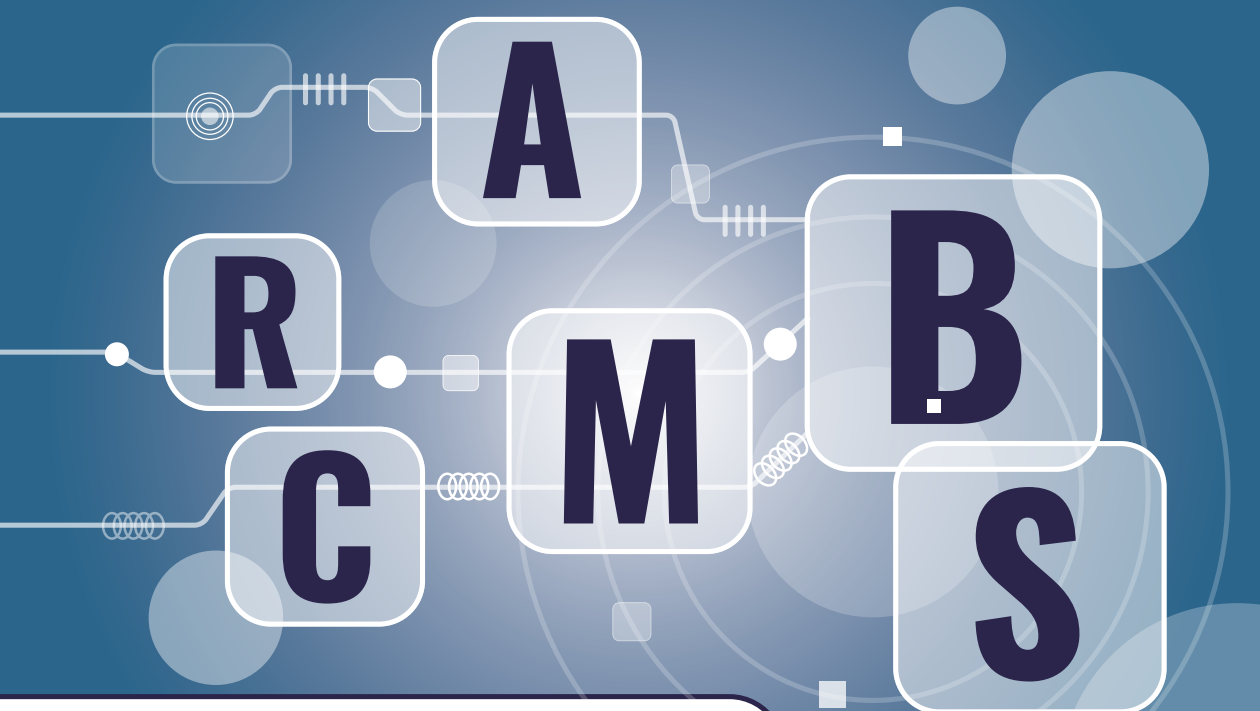
Источник: Cbonds.ru

№	Юридическая фирма	Количество эмиссий	Количество эмитентов
1	Allen & Overy	259	143
2	Linklaters	202	144
3	Clifford Chance	123	76
4	Latham & Watkins	106	68
5	King & Wood Mallesons	82	63
6	Jingtian & Gongcheng	79	57
7	Sidley Austin	74	43
8	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	72	27
9	Commerce & Finance Law Offices	64	36
10	Jun He	52	39
11	Milbank LLP	47	38
12	Shearman & Sterling	46	32
13	Davis Polk & Wardwell	44	31
14–15	Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom	42	24
14–15	White & Case	42	34
16–17	Fangda Partners	29	22
16–17	Simpson Thacher & Bartlett	29	22
18	Norton Rose Fulbright	28	18
19	Beijing DeHeng Law Offices	25	19
20	Baker McKenzie	24	17
21	Dentons	23	19
22	Freshfields Bruckhaus Deringer	22	15
23	Sullivan & Cromwell	21	7
24–25	Cyril Amarchand Mangaldas	18	14
24–25	Haiwen & Partners	18	12
Остальные		366	
Итого		847	515

Таблица 14

Рэнкинг организаторов Еврооблигаций развивающихся рынков Plain Vanilla по итогам 2021 года, топ-20

Источник: Cbonds.ru



Приложение 4

Конференции
по долговому рынку
и секьюритизации
в 2022 году

CBONDS

www.cbonds-congress.com

Название конференции	Дата события	Место проведения
VIII Российский ипотечный конгресс	10 февраля 2022 г.	Москва, РФ
Инструменты финансового рынка для корпораций и компаний МСП: Санкт-Петербургская сессия	17 февраля 2022 г.	Санкт-Петербург, РФ
Конференция IPO-2022	2 марта 2022 г.	Москва, РФ
IX Cbonds Emerging Markets Bond Conference	29 марта 2022 г.	Онлайн
XII Российский M&A Конгресс	21 апреля 2022 г.	Москва, РФ
VIII круглый стол «Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства»	26 апреля 2022 г.	Москва, РФ
Investfunds Forum XIII — конференция институциональных инвесторов	19–20 мая 2022 г.	Санкт-Петербург, РФ
XVIII Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии	23–24 июня 2022 г.	Ереван, Армения
IV международная конференция «Рынок капитала Республики Узбекистан»	8 сентября 2022 г.	Ташкент, Узбекистан
XI конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	14 сентября 2022 г.	Москва, РФ
XIV Российский конгресс Private Equity и X Форум венчурных инвесторов	29 сентября 2022 г.	Москва, РФ
XIII конференция «Синдицированное кредитование в России и СНГ»	5 октября 2022 г.	Москва, РФ
VI круглый стол «Долговой рынок Республики Казахстан»	20 октября 2022 г.	Алматы, Казахстан
VII круглый стол «Долговой рынок Республики Беларусь»	10 ноября 2022 г.	Минск, Беларусь
Инструменты финансового рынка для корпораций и компаний МСП: Краснодарская сессия	ноябрь 2022 г.	Краснодар, РФ
XX Российский облигационный конгресс	8–9 декабря 2022 г.	Санкт-Петербург, РФ

Information Management Network

www.imn.org

Название конференции	Дата события	Место проведения
Build-to-Rent, Land & Homebuilding Forum	3–4 марта 2022 г.	Нэшвилл, Теннесси, США
Equipment Finance	30 марта 2022 г.	Нью-Йорк, США
European CLOs & Leveraged Loans	21 апреля 2022 г.	Лондон, Великобритания
CRE CLOs	27 апреля 2022 г.	Нью-Йорк, США
CLOs and Leveraged Loans	23–24 мая 2022 г.	Нью-Йорк, США
Global ABS 2022	14–16 июня 2022 г.	Барселона, Испания
Mezzanine & High-Yield Debt	30 июня 2022 г.	Нью-Йорк, США

Тематические конференции

Организатор	Название конференции	Дата события	Место проведения
American Bankers Association www.aba.com	American Mortgage Conference	25–27 апреля 2022 г.	Пайнгерст, Северная Каролина, США
Euromoney www.euromoneyconferences.com	Global Investors' Conference on Securitisation in China 2022	22 мая 2022 г.	Пекин, КНР
	The China Debt Capital Markets Summit 2022	8 июня 2022 г.	Пекин, КНР
	The Global Borrowers and Bond Investors Forum 2022	21–22 июня 2022 г.	Лондон, Великобритания
	The Euromoney / ECBC Covered Bond Congress 2022	22 сентября 2022 г.	Вена, Австрия
Fitch Learning www.fitchlearning.com	Understanding Securitization and ABS	3 июня 2022 г.	Нью-Йорк, США
		10 июля 2022 г.	Лондон, Великобритания
		10 июля 2022 г.	Сингапур
	CLO Credit Risk	16–17 мая 2022 г.	Лондон, Великобритания
		17–18 мая 2022 г.	Нью-Йорк, США
	CMBS Credit Risk	29–30 марта 2022 г.	Нью-Йорк, США
	Covered Bonds: Credit and Market Risk	16–17 марта 2022 г.	Лондон, Великобритания
		09–10 июня 2022 г.	Лондон, Великобритания
	RMBS: Assessing Value and Risk	19–20 мая 2022 г.	Лондон, Великобритания
		1–2 июня 2022 г.	Нью-Йорк, США
IIR http://iir.nl	Securitisation Event	31 марта 2022 г.	Амстердам, Нидерланды
Mortgage Bankers Association www.mba.org	Servicing Solutions Conference and Expo	22–25 февраля 2022 г.	Орlando, Флорида, США
	Secondary and Capital Markets Conference and Expo	15–18 мая 2022 г.	Нью-Йорк, США
	Annual Convention and Expo	23–26 октября 2022 г.	Нашвилл, Теннесси, США
Opal Financial Group https://opalgroup.ne/	CLO Summit 2022	4–6 декабря 2022 г.	Дана Пойнт, Калифорния, США
True Sale International www.true-sale-international.com	TSI Congress 2022	22–23 сентября 2022 г.	Берлин, Германия
ГК «Бюллетень недвижимости» https://sochicongress.ru/	Сочинский всероссийский жилищный конгресс	11–15 апреля 2022 г.	Сочи, РФ



«Энциклопедия российской секьюритизации — 2022» — одиннадцатый 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 — 2022» 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 — 2023»**

Контактная информация по вопросам участия:

Альберт Ипполитов: e-mail: project@rusipoteka.ru, тел.: +7 (916) 113 8001

Константин Васильев: e-mail: kv@cbonds.info, тел.: +7 (812) 336 9721 *105

ООО «Сбондс.ру»

196006, г. Санкт-Петербург, Лиговский пр., д. 266, БЦ «Премьер Лига»

Тел./факс: +7 (812) 336 9721

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

Редактор — Анна Доронина

Коллектив редакции:

Альберт Ипполитов, генеральный директор, ООО «Русипотека»

Константин Васильев, заместитель генерального директора, к. э. н., ООО «Сбондс.ру»

Елена Авдоничева, начальник отдела долговых рынков

России и стран СНГ, ООО «Сбондс.ру»

Дизайн: Владимир Панкратов

Корректурa: «НеоКорректор»

Подписано в печать: 17.03.2022

Отпечатано в типографии «Любавич», Санкт-Петербург

Тираж: 1500 экз.