

2024

С

М

А

Р

В

С

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ

РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Стратегический
спонсор

Cbonds

РН **РУСИПОТЕКА**
кредитование и секьюритизация

ВТБ



SBER CIB

SberCIB – выделенный бизнес-сегмент в составе корпоративно-инвестиционного блока ПАО Сбербанк, который работает с крупнейшими клиентами.

Данное направление бизнеса предоставляет широкий спектр финансовых решений: от традиционного кредитования до мезонинного и акционерного финансирования, а также хеджирование валютных, процентных и товарных рисков, операции на финансовых рынках, инвестиционную аналитику и сопровождение сделок.



Наименование SberCIB используется в качестве бренда для идентификации продуктов и услуг, не является фирменным наименованием. В зависимости от типа продукта, юрисдикции сторон и применимого права стороной по сделке может выступать одна из компаний группы ПАО Сбербанк. Реклама. Рекламодатель – ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015, лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003. 117997, Россия, Москва, ул. Вавилова, 19, тел.: +7 (495) 500 55 50, 8 800 555 55 50; www.sberbank.ru.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2024

Стратегический спонсор:



Официальный партнер:



Партнер рубрики:



Партнеры:



В прошедшем 2023 году российский банковский сектор развивался очень динамично и по многим показателям продемонстрировал беспрецедентный результат, включая абсолютный рекорд по прибыли, которая составила 3.3 трлн рублей. Высочайший рост был зафиксирован в корпоративном кредитовании, на протяжении большей части года мы видели бум в розничном кредитовании, где ипотека выросла на рекордные 34.5%, впечатляющий результат показало автокредитование, а потребительское кредитование лишь немного не дотянуло до рекорда 2021 года.

Такие результаты кредитной активности были достигнуты несмотря на резкий разворот в денежно-кредитной политике Банка России, который произошел во второй половине года и в результате которого ключевая ставка выросла больше чем в два раза.

Увеличение долговой нагрузки населения, рост опасности закредитованности и сопутствующих рисков в банковской системе стимулировали ЦБ к принятию серии ограничительных мер, направленных на охлаждение рынка, включая повышение надбавок к коэффициентам риска, введение и последующее ужесточение макропруденциальных лимитов для необеспеченных кредитов. Более жесткие условия предоставления льготных кредитов на новостройки были приняты Правительством РФ.

Сохранение высокого потребительского спроса в результате роста доходов в уже наступившем году способствовало сохранению инфляционного давления в экономике, которая в определенной мере приспособилась к текущему уровню ставок. Тенденция к замедлению кредитования не стала устойчивой, а в некоторых сегментах в начале года был даже отмечен его рост. Это может потребовать дальнейшего поддержания жесткой денежно-кредитной политики, пока дезинфляционные факторы не станут очевидно преобладающими, хотя на ее смягчение со второго полугодия рассчитывает большинство участников рынка.

Условия ДКП непосредственно влияют на динамику кредитной активности, что является важнейшим фактором развития рынка секьюритизации, для которого прошлый год также стал абсолютно рекордным. Речь прежде всего идет об ипотечных ценных бумагах, выпуск которых составил 672.6 млрд рублей. Из этого объема 99% пришлось на облигации с поручительством ДОМ.РФ, а суммарно за все время существования программы их было выпущено на 2.4 трлн рублей. Именно этот сегмент рынка секьюритизации наиболее развит, емок и ликвиден, а нормативно-регуляторные условия делают его достаточно привлекательным для инвесторов.

Однако львиная доля выпуска прошлого года не размещалась среди инвесторов, а осталась на балансе банков-оригинаторов. Большая часть сделок по выпуску ИЦБ, как у нас обычно и бывает, пришлась на конец года, когда рыночные ставки уже значительно



Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации —
старший вице-президент,
Банк ВТБ (ПАО)

выросли вслед за ключевой и безубыточная продажа этих бумаг инвестору стала весьма проблематичной. Но даже замена кредитов на обеспеченные ими облигации с поручительством ДОМ.РФ на балансе originатора может быть для него весьма интересной, так как дает банку эффективный инструмент для привлечения ликвидности через операции РЕПО, объем которых в 2023 году увеличился в разы.

В отличие от выпуска бумаг с поручительством ДОМ.РФ сделки «классической» секьюритизации — многотраншевые рейтингованные, чтобы себя оправдать, требуют продажи в рынок. И если в начале прошлого года мы видели такие размещения, то во второй половине организаторы были вынуждены отказаться от закрытия уже подготовленных и даже предварительно рейтингованных транзакций.

Что касается перспектив наступившего года, то падение выдачи ипотеки неизбежно отразится на рынке секьюритизации, однако сделки по выпуску ИЦБ в рамках программы ДОМ.РФ продолжатся, хотя их объем и сократится, так как они в меньшей степени зависят от необходимости продажи инвестору.

Реализация чисто рыночных транзакций будет во многом зависеть от динамики ставок. Оставаясь оптимистами, мы рассчитываем на их снижение и надеемся увидеть новые сделки «классической» секьюритизации во второй половине года. Речь идет не только, а воз-

можно, и не столько о секьюритизации ипотечных кредитов.

В прошлом году ВТБ продолжил выпуск облигаций в рамках зарегистрированной программы секьюритизации потребкредитов. Успех размещения первых выпусков вызвал интерес целого ряда банков, которые начали работу по организации подобных транзакций, однако ситуация на рынке вынудила их притормозить эту работу. Мы надеемся, что рыночные условия позволят им закрыть сделки в текущем году, что будет важно для развития нового сегмента рынка секьюритизации. Очень рассчитываем на организацию сделок с автокредитами, учитывая динамику их выдачи даже в условиях высоких ставок.

Наконец, мы ждем реализацию новых сделок по выпуску бумаг, обеспеченных кредитами малому и среднему бизнесу в рамках программы МСП Банка. Размещение очередного подобного выпуска в силу тех же рыночных причин в прошлом году было отложено.

Искать пути развития нашего бизнеса нужно в любых, пусть и не всегда благоприятных, условиях, чтобы быть готовыми к незамедлительному выходу на рынок с новыми сделками, когда ситуация изменится. Думаю, такую точку зрения разделяют все члены нашего профессионального сообщества, взгляды которых представлены в предлагаемом издании Энциклопедии секьюритизации.

Москва
24 октября

2024

С

М

А

Р

В

С



Cbonds
congress



XIII
конференция

**Ипотечные
ценные бумаги
и секьюритизация
в России**

cbonds-congress.ru



Альберт ИППОЛИТОВ,
генеральный директор,
ООО «РУСИПОТЕКА»



Константин ВАСИЛЬЕВ,
партнер, генеральный
директор ООО
«Сбондс.ру», к. э. н.



Анна ДОРОНИНА,
редактор Энциклопедии

Дорогие друзья!

Мы продолжаем выпуск ежегодного сборника «Энциклопедия российской секьюритизации» и представляем вашему вниманию его тринадцатый номер.

Прошедший 2023 год для российского финансового рынка оказался достаточно успешным: наблюдалась высокая активность эмитентов и инвесторов, повысилась активность в направлении IPO, на первый план вышли цифровые финансовые активы (ЦФА) и т. д. На рынке секьюритизации в 2023 году традиционно лидировали ипотечные бумаги ДОМ.РФ — за год их объем вырос на 68%.

Эксперты выпуска считают, что основным фактором, оказывавшим влияние на рынок секьюритизации, был резкий рост процентных ставок во второй половине прошлого года. Большинство аналитиков ожидают роста количества размещений во второй половине 2024 года, однако отмечают, что во многом действия эмитентов будут зависеть от рыночных условий.

В Энциклопедии традиционно собраны статьи про тенденции рынка секьюритизации, ипотечные и неипотечные инструменты, особенности инфраструктуры рынка и т. д. Также в этом году мы рады представить новую рубрику — «Лица секьюритизации» — небольшие биографические справки о ключевых российских экспертах в области секьюритизации.

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 все материалы наших авторов поступили в редакцию до 25 марта 2024 года. События после этой даты в статьях наших экспертов не учтены.

ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 10** Резкий рост процентных ставок во второй половине года — основной влияющий фактор
Круглый стол
организаторов сделок
- 19** Мировой опыт секьюритизации
Артур Орлов, Cbonds
- 25** Чего ожидать от экономики в среднесрочной перспективе
Антон Струченевский,
SberCIB Investment Research

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕКИ

- 32** Прежние рекорды побиты, новых пока не ждем
Андрей Сучков, Банк ВТБ (ПАО)
- 38** Модель досрочных погашений ипотечного кредита: S-кривые по выдержке и эффект выгорания
Павел Довбня, Ариэл Черный,
Ценовой центр АО «ДОМ.РФ»

- 46** Перспективы формирования кредитного портфеля в 2024 году
Сергей Гордейко,
ООО «РУСИПОТЕКА»

- 50** Заменят ли «биороботы» людей?
Дискуссия экспертов
на X Российском
ипотечном конгрессе

РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ

Партнер рубрики:



- 58** Признание прекратить нельзя оставить... где поставим запятую?
Дмитрий Дорофеев,
независимый эксперт
- 64** Секьюритизация потребительского кредита: стимулировать или ограничивать
Олег Иванов,
Ассоциация банков России

71 Секьюритизация NPL. Можно ли из плохих долгов сделать хорошую облигацию?
Андрей Королев,
Леонид Бельченко, Совкомбанк

74 Секреты успешных сделок секьюритизации: от теории к практике
Дискуссия экспертов на XII конференции «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

82 Швейцарский нож рынка капитала
Сергей Самохвалов,
Вадим Ломовцев, «Меллинг, Войтишкин и партнеры»

86 В поисках бенефициара...
Анна Горелова, Андрей Рыжин, FOCUS Management

90 Облигации секьюритизаций: потенциал для российского инвестора
Владимир Лиман, Сбербанк

96 Цифровая секьюритизация — долгосрочные перспективы и инициативы регулятора
Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

103 Лица секьюритизации

112 Тематические Telegram-каналы и группы

113 Приложение 1.
Участники рынка

123 Приложение 2.
Статистика рынка

155 Приложение 3.
Рэнкинги организаторов сделок

161 Приложение 4.
Конференции по долговому рынку и секьюритизации в 2024 году

ВАШ НАДЕЖНЫЙ ПРОВОДНИК В ИПОТЕЧНОМ МИРЕ

ИПОТЕЧНАЯ ИНФОРМАЦИОННАЯ СРЕДА

- Ежедневная сводка отечественных и международных новостей
- Мнения экспертов в личных блогах
- Экспертные консультации
- Статистическая информация по ипотечному рынку
- Ежедневные экспертные вебинары в Telegram-канале @IpotekaGlobal

ОНЛАЙН-СЕРВИСЫ ДЛЯ ВСЕХ

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

Почему вам необходимо обратиться к ООО «РУСИПОТЕКА»

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

ПОДДЕРЖКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОРОВ

- Разработка стратегии развития ипотечного бизнеса
- Проведение обучающих семинаров и стратегических сессий
- Независимая экспертиза ипотечного бизнеса
- 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
- Ипотечные сервисы для риелторов и ипотечных брокеров

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 ЛюдиИпотеки.рф»
- Авторский проект «Рейтинг ипотечных банков»
- Авторский проект «Высшая ипотечная лига»
- Соорганизатор проекта «Энциклопедия российской секьюритизации»
- Соорганизатор проекта «Российский ипотечный конгресс»
- Ипотечная бизнес-платформа Ipoteka.Global

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЦЕНТР ООО «РУСИПОТЕКА»

www.rusipoteka.ru
research@rusipoteka.ru

+7 (916) 113-80-01



Тенденции рынка секьюритизации



Резкий рост процентных ставок во второй половине года — основной влияющий фактор

Круглый стол организаторов сделок

Какие факторы определяли динамику российского рынка секьюритизации в 2023 году? Какие тенденции наблюдались? Какие изменения вы ожидаете увидеть в 2024 году?



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

— В 2023 году рынок ИЦБ продолжил расти темпами выше рынка ипотечного кредитования и достиг 1.5 трлн рублей. Был размещен рекордный объем ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ: 669.5 млрд рублей, +68% к объему 2022 года, это девять выпусков пяти ипотечных кредиторов. В середине 2023 года многие банки отложили размещение своих выпусков, в том числе дебютных, в связи с резко увеличившимся уровнем процентных ставок. Процентная ставка накопленных ипотечных пулов не обеспечивала доходность, требуемую инвесторами, поэтому размещение ИЦБ в рынок было затруднено. Тем не менее

на фоне рекордных выдач ипотечных кредитов крупнейшие originаторы существенно увеличили объемы секьюритизации по сравнению с 2022 годом. Платформа ДОМ.РФ для выпуска ИЦБ дает возможность банкам оперативно секьюритизировать ипотечные пулы большого объема любых качественных ипотечных продуктов и получать выгоды от трансформации ипотеки в инструмент управления ликвидностью и достаточностью капитала на любом цикле ставок.

В 2023 году продолжилось ужесточение требований ЦБ РФ к параметрам выдаваемых ипотечных кредитов через макропруденциальные надбавки к риск-весам и резервам в целях снижения закредитованности населения и принимаемых банками рисков. Мы учитываем эти изменения при формировании ипотечных покрытий ИЦБ, в частности, планируем ограничивать включение кредитов

с высоким ПДН и низким первоначальным взносом.

На мотивацию банков к секьюритизации также влияет регулирование достаточности капитала и ликвидности. В условиях поэтапной отмены антикризисных послаблений по соблюдению надбавок к нормативам достаточности капитала и норматива краткосрочной ликвидности будет увеличиваться потребность банков в секьюритизации для снижения рисков ипотечного бизнеса.

Объем размещений ИЦБ ДОМ.РФ в 2024 году будет зависеть от рыночных условий, от планов и возможностей банков по наращиванию ипотечных портфелей.

Денис СКРИПКИН,

управляющий директор Управления секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО)

— Как и на весь финансовый рынок в целом, на наш сегмент прежде всего повлиял резкий рост процентных ставок во второй половине года, который сильно затруднил размещение рыночных сделок среди инвесторов. Некоторые банки были вынуждены отменить или продлить размещения уже зарегистрированных бумаг. Основная активность пришла на сегмент ИЦБ ДОМ.РФ, которые банки могут не продавать в рынок, а выкупать на себя и использовать для оптимизации нормативов или привлечения краткосрочного финансирования в виде сделок РЕПО. Несмотря на это мы наблюдаем устойчивый интерес как банков, так и небанковских структур к секьюритизации, по итогам текущего года хотелось бы видеть больше рыночных сделок, размещенных среди инвесторов, в том числе физических лиц. Для «физиков» подобные бумаги представляют привлекательную альтернативу депозиту, обеспечивая минимальный уровень риска и повышенную по сравнению с вкладами доходность.

Андрей КОРОЛЕВ,

исполнительный директор департамента рынков капитала, Совкомбанк

— В первую очередь — безусловное доминирование выпусков через Фабрику ДОМ.РФ в сегменте ипотечной секью-

ритизации. Ожидаем роста рыночных размещений во второй половине года как в сделках ДОМ.РФ, так и классических облигаций по мере снижения ключевой ставки.

Для сделок с ДОМ.РФ — рыночные размещения во второй половине 2024-го — 2025 году позволят зафиксировать прибыль от портфелей, выданных по текущим (высоким) ставкам — продажа портфелей может проходить выше номинала.

По непотечной секьюритизации также видим существенный интерес (по сравнению с предыдущими годами) к новым сделкам с различными классами активов. Как с более или менее привычными для рынка, так и с новыми классами активов.

Марина КАРЕЕВА,

директор по долговому и структурному финансированию, ПСБ Банк

— Значительные объемы выдач ипотечных кредитов, особенно по программам государственной поддержки, помогли сформировать пулы для сделок секьюритизации. Однако это не привело к увеличению объемов размещения сделок секьюритизации на рынке. Причиной тому является ужесточение денежно-кредитной политики Банка России: кредитные пулы формировались оригинаторами при более низких процентных ставках, и рефинансирование их на текущих рыночных условиях невыгодно банкам. Таким образом, в прошлом году состоялись только одно размещение классической сделки секьюритизации и два выпуска ценных бумаг, обеспеченных пулом потребительских кредитов. Еще как минимум две сделки не смогли выйти на рынок после серии повышений ключевой ставки. Традиционно на II полугодие 2023 года пришлось основные объемы размещений ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», который занимает 99% рынка секьюритизации в РФ.

Владимир ЛИМАН,

руководитель трейдинга департамента глобальных рынков, Сбербанк

— Среди факторов, определяющих динамику рынка, мы отметили макро-

надбавки для потребительского сектора, рост ключевой ставки, сокращение перечня инвестиционных инструментов, повышение активности компаний на рынке IPO и преобладание доли однотраншевых сделок секьюритизации ипотеки на платформе ДОМ.РФ.

В 2024 году ожидаем закрытия ряда сделок секьюритизации потребительских кредитов, вступления в силу изменений в законодательство, расширяющих вариативность секьюритизационных сделок в 2025 году, и снижения процентных ставок на денежном рынке.

Как на рынке ипотечного кредитования отразилось довольно существенное повышение ключевой ставки во втором полугодии 2023 года? Как динамика первичного рынка повлияла на рынок секьюритизации?



Марина КАРЕЕВА

— По данным Банка России, всего в 2023 году было предоставлено 2 млн ипотечных кредитов на сумму 7.8 трлн рублей, что более чем в 1.5 раза превышает показатели 2022 года.

При этом выдачи по программам государственной поддержки в декабре 2023 года достигли максимальных месячных значений и возросли до 657.9 млрд рублей. Такой прирост может быть связан в том числе со стремлением заемщиков получить ипотеку с господдержкой до ужесточения условий по льготным государственным программам. В результате 2023 год стал рекордным по выдаче ипотечных кредитов с господдержкой: было предоставлено льготных кредитов на сумму 4.7 трлн рублей (годом ранее — 2.3 трлн рублей). Рост кредитования обеспечил оригинаторов пулами для сделок. В результате объем новых выпусков ипотечной секьюритизации за 2023 год вырос на 69 %, до 673 млрд рублей, а объем бумаг в обращении — на 38 %, до 1.5 трлн рублей.

Денис СКРИПКИН

— Содной стороны, во второй половине года наблюдался взрывной рост кредитного портфеля, но при этом резкое повышение рыночных ставок сделало крайне неэффективным размещение ипотечных облигаций, обеспеченных рыночной ипотекой. Также следует отметить, что рост базовых активов в основном приходился на программы госсубсидирования, кото-

рые не несут для банков того объема процентного риска, как длинные ипотечные кредиты по фиксированной ставке, так как фактически процентный риск принял на себя бюджет. Это снижает интерес банков к секьюритизации таких активов, поскольку продажа в рынок процентного риска как раз является одним из мощных стимулов для реализации сделки по выпуску ипотечных облигаций. При этом именно ипотечные облигации с плавающей ставкой можно было при сложившейся конъюнктуре разместить среди инвесторов.

Елена МУЗЫКИНА

— В первом полугодии 2023 года наблюдалась активизация выдач ипотеки на фоне стабилизации экономической ситуации и ажиотажный спрос — в августе — сентябре на фоне ожидаемого повышения ставок и модификации условий ипотеки с господдержкой. В IV квартале 2023 года выдачи замедлились на фоне роста ставок вслед за ключевой и ужесточения регулирования ипотечного кредитования Банком России. Разница в ставках по рыночным программам и льготной ипотеке достигла максимальных значений. По итогам года выдачи ипотеки стали рекордными за счет госпрограмм, однако 40 % кредитов выдано с фиксированными ставками — это около 3 трлн рублей. Банки продолжили накапливать процентный риск на своих балансах. По текущим оценкам, в 2024 году накопление ипотечных портфелей существенно замедлится, прогнозируется снижение объемов выдач в 1.5–2 раза по сравнению с объемами

2023 года на фоне прекращения программы льготной ипотеки и высоких рыночных ставок.

Владимир ЛИМАН

— Объемы ипотечного кредитования сократились (об этом свидетельствует и статистика ЦБ). Кроме того, было сворачивание (сокращение) льготных программ.

На рынок секьюритизации влияет не только и не столько изменение КС, но и эффективность регулирования

для банков-оригинаторов и аппетит инвесторов.

Андрей КОРОЛЕВ

— Ряд сделок в высокой степени готовности были отложены из-за роста КС (необходимость пересобрать портфель, наполняя его кредитами с высокими ставками, или фиксировать убыток при продаже), а фабричные ИЦБ размещались преимущественно в пользу оригинаторов.

Ожидаете ли вы роста объема и количества сделок секьюритизации в 2024 году?

Елена МУЗЫКИНА

— Мы работаем над потенциальными выпусками ИЦБ и с давними партнерами, и с новыми оригинаторами, видим большой интерес рынка к инструменту. Основной объем эмиссии ИЦБ продолжит приходиться на владельцев крупных портфелей ипотечных кредитов. При этом в конце 2024 года и в 2025 году по мере снижения уровня рыночных процентных ставок надеемся увидеть увеличение объемов размещения ИЦБ широкому кругу инвесторов и выпуски банков, для которых секьюритизация прежде всего важна как инструмент рефинансирования накопленных ипотечных портфелей. В период снижения рыночных ставок накопленные портфели могут обеспечить продажу ипотечных облигаций инвесторам с премией.



Андрей КОРОЛЕВ

— Мы видим интерес к инструменту со стороны как финансовых, так и нефинансовых компаний. При отсутствии негативных макроэкономических событий ожидаем, что рынок увидит в этом году несколько новых интересных выпусков как с классическими активами (ипотекой, потребительскими кредитами), так и с менее типичным обеспечением.



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

— 2023 год был рекордным по объему сделок секьюритизации. Учитывая, что в 2024 году участники рынка прогнозируют снижение темпов выдачи потребительских и ипотечных кредитов, прежде всего из-за высоких ставок и изменения условий льготной ипотеки, объем и количество сделок секьюритизации не превысят показатели прошлого года.

Снижение ключевой ставки будет стимулировать банки-оригинаторы готовить новые выпуски и позволит размещать облигации среди широкого круга рыночных инвесторов.

Марина КАРЕЕВА

— В 2024 году оригинаторы продолжат секьюритизировать накопленные пулы. В случае сохранения ключевой ставки Банка России на высоком уровне тенденция по отсутствию крупных рыночных размещений и классических сделок сохранится. В результате объем новых сделок сократится, а объем рынка останется вблизи текущих значений (~1.5 трлн рублей).

Владимир ЛИМАН

— Ожидаем. Прежде всего, в отношении сделок с потребительскими кредитами.

Какие базовые активы, на ваш взгляд, будут преобладать в выпусках в этом году?

Виталий ПЕТРОВ

— Как и в последние годы, основными активами будут ипотека и потребительские кредиты.

Елена МУЗЫКИНА

— Несмотря на высокую долю госпрограмм в выдачах ипотечных кредитов с 2020 года и их преобладание в 2023 году (60% от всех выдач), все же большая часть (60% накопленных банками пулов) — это кредиты с фиксированными ставками на покупку готового жилья, они продолжат выступать основным активом для ипотечной секьюритизации.

В 2023 году 14% от объема выпусков ИЦБ было обеспечено кредитами с госсубсидией («Семейная ипотека», «Льготная ипотека», «Дальневосточная ипотека», «ИТ-ипотека») с достроенным жильем. В 2023 году мы протестировали включение в ипотечное покрытие ИЦБ кредитов, обеспеченных правами по ДДУ. Ожидаем увеличения секьюритизации таких кредитов по мере отлаживания банками выдачи е-закладных на ДДУ. Также работаем над методологией секьюритизации ИЖС, ставим целью в 2024 году сделать дебютную сделку с этим активом. ИЖС — быстрорастущий сегмент и целевой для нас как института развития с миссией улучшения качества жизни россиян.

Марина КАРЕЕВА

— Основным драйвером рынка останутся сделки по секьюритизации ипотечных кредитов ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент». При этом наблюдаем интерес некоторых оригинаторов по структурированию сделок секьюритизации портфелей потребительских кредитов. Однако объем рынка неипотечной секьюритизации остается незначительным по сравнению с ипотечным сегментом. В 2024 году не ожидаем, что доля неипотечной секьюритизации сможет заметно улучшить свои позиции.

Владимир ЛИМАН

— Вряд ли базовые активы будут экзотическими. Ожидаем, в первую очередь, потребительские кредиты, ипотеку и, возможно, автокредиты.

Андрей КОРОЛЕВ

— Кроме ИЦБ мы видим большой интерес к секьюритизации других розничных активов, в первую очередь потребительских кредитов, кредитных карт, а также в рефинансировании розничных NPL. Кроме того, ожидаем долгожданные выпуски облигаций корпоративных оригинаторов, обеспеченные лизингом, факторингом или дебиторской задолженностью.

Как вы оцениваете инициативу разрешить банкам-оригинаторам брать на себя меньше 20% риска (от 5 до 20%)? Повысит ли это «интерес участников рынка к заключению сделок неипотечной секьюритизации», как обозначено в пояснительной записке?

Марина КАРЕЕВА

— Предложенная рынком инициатива может иметь положительный эффект в части разгрузки капитала банка-оригинатора. Понижение порога по удержанию риска соответствует зарубежному регулированию и широко используется при структурировании неипотечных сделок.

Виталий ПЕТРОВ

— Данная инициатива, конечно, повысит интерес банков-оригинаторов к секьюритизации неипотечных активов и даст возможность повысить эффективность сделок. Вместе с тем такая инициатива должна соблюдать интересы инвесторов. Необходимо определить для банков-оригинаторов условия сни-

жения риска. Уровень принятия риска должен зависеть от структуры сделки и характеристики кредитов, входящих в залоговое обеспечение облигаций.

Андрей КОРОЛЕВ

— Мы полностью поддерживаем новый законопроект, эта инициатива должна стать первым шагом к гармонизации регулирования инструментов ипотечной и неипотечной секьюритизации. Снижение требования к обязательному удержа-

нию риска позволит учесть особенности рефинансируемых активов при структурировании сделок секьюритизации, делая сделки высококачественными.

Владимир ЛИМАН

— Мы полностью поддерживаем эту инициативу (в целом, мы ее инициировали и продвигали). Да, мы считаем, что такое изменение отражает реалии рынка. Однако само по себе оно не является достаточным.

Наблюдались ли существенные изменения в регулировании рынка секьюритизации в прошедшем году? Какие поправки, на ваш взгляд, способствовали бы более активному развитию рынка?

Марина КАРЕЕВА

— Положительный эффект для рынка неипотечной секьюритизации может иметь изменение по кредитному рейтингу «.sf», принятое в октябре 2023 года Советом директоров Банка России. Поддержка регулятором предложений рынка по повышению ликвидности облигаций секьюритизации, а именно включение облигаций в ломбардный список и возможность сделок РЕПО с адекватным дисконтом (с Банком России, Центральным контрагентом) будет способствовать размещению сделок классической секьюритизации при благоприятных рыночных условиях.

Владимир ЛИМАН

— Активному развитию рынка способствовало бы уравнивание рейтингов «.sf» с обычными, расширение возможностей инвестирования в секьюритизированные активы со стороны НПФ. Кроме того, положительное влияние может оказать допуск инструментов, выпускаемых в рамках секьюритизационных сделок, к источникам ликвидности, таким как РЕПО с ЦК, ломбардный список ЦБ.

Андрей КОРОЛЕВ

— Мы видим, что Банк России обратил внимание на недостатки регулирования секьюритизации и начинает обсуждать инициативы по его изменению

с рынком. В первую очередь, мы бы выделили потребность рынка во включении рейтингов структурированного финансирования национальных рейтинговых агентств во всю нормативную базу Банка России, наравне с корпоративными рейтингами.



Денис СКРИПКИН

— Как уже неоднократно указывалось ранее, в принципе в российском законодательстве есть все необходимые возможности для секьюритизации широкого спектра активов, но, несомненно, необходима «тонкая настройка». Нельзя не отметить сильную асимметрию регулирования корпоративных облигаций и инструментов секьюритизации с одинаковым уровнем рейтинга, при этом в ряде документов Банка России до сих пор используются международные рейтинги для оценки сделок секьюритизации. В настоящее время банковское сообщество тесно взаимодействует с регулятором для гармонизации и унификации соответствующих нормативных актов. В качестве примера такого успешного взаимодействия можно отметить указанный выше законопроект по снижению уровня принятия риска оригинатором по сделкам неипотечной секьюритизации.

Елена МУЗЫКИНА

— В 2023 году Банк России трансформировал механизм предоставления ликвидности банкам, разделив его на основной и дополнительный. ИЦБ ДОМ.РФ были включены в дополнительный механизм, предназначенный для предоставления ликвидности банкам в экстренных случаях. По состоянию на конец 2023 года, в ломбардный список Банк России включены 58 выпусков ИЦБ ДОМ.РФ.

Однако основная часть сделок РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ приходится на биржевое РЕПО с Казначейством России на площадке Московской биржи. Банки активно пользовались этим инструментом для привлечения ликвидности: в 2023 году объем сделок РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ вырос до 16,0 трлн рублей (5,8 трлн рублей — в 2022 году). Росту рынка РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ способствует системное улучшение и расширение условий по привлечению короткой

ликвидности. Так, в 2023 году Федеральное казначейство увеличило до 56 количество выпусков ИЦБ ДОМ.РФ, доступных для операций РЕПО на площадке Национального расчетного депозитария (НРД), Московская биржа снизила риск-параметры по ИЦБ ДОМ.РФ в рамках РЕПО с центральным контрагентом (ЦК).

Позитивным законодательным изменением стало предоставление доступа ДОМ.РФ к данным БКИ по кредитам на этапе формирования ипотечного покрытия. В Федеральный закон от 30.12.2004 №218-ФЗ «О кредитных историях» внесены изменения, в соответствии с которыми согласие заемщика, предоставленное банку-оригинатору, считается также данным ЕИРЖС. Эти изменения направлены на улучшение оценки качества секьюритизируемого кредитного портфеля и, как следствие, дополнительное повышение надежности ипотечных облигаций.

Как вы оцениваете важность стандартизации обмена данными на ипотечном рынке? Можно ли назвать это ключевым фактором на текущем этапе развития рынка?

Марина КАРЕЕВА

— Стандартизация обмена данными, безусловно, является одним из ключевых факторов развития рынка, реализация которого позволит упростить процесс проведения сделок, в том числе мультиоригинаторных сделок секьюритизации.

Вместе с тем еще одним фактором, который позволит существенно увеличить объемы ипотечной секьюритизации, может стать упрощение процедуры выпуска электронной закладной и регламентация случаев, при которых залогодержатель может оформить электронную закладную без участия залогодателя.

Денис СКРИПКИН

— Конечно, стандартизация важна и должна в теории привести к снижению транзакционных расходов и повышению прозрачности и предсказуемости рынка, но, с другой стороны, есть банки, которые вовлечены в сделки секьюритизации ипотеки много лет и вложили немало ресурсов и усилий в создание систем, которые фак-

тически используют отличающиеся стандарты. То есть такой стандарт может с легкостью и эффективно принять и внедрить банк, который впервые выходит на этот рынок, но для уже существующих игроков нужны какие-то четкие экономические стимулы, например, в виде снижения комиссии ДОМ.РФ за предоставление поручительства или какие-то послабления в регулировании, чтобы обосновать внутри внедрение нового стандарта. По моему мнению, как перспективное направление это интересно, но в текущий момент отсутствие или наличие такого стандарта не оказывает сильного влияния на рынок.

Елена МУЗЫКИНА

— Ипотечные активы характеризуются продолжительным жизненным циклом, и за время своего существования создают много информации, которая представляет огромную ценность для анализа и моделирования. Состояние ипотечного актива в начальном моменте детально описывается несколькими сот-

ниями параметров, а поведение такого актива во времени описывается с помощью длинной истории наблюдений. По мере выхода в обращение новых выпусков ипотечных ценных бумаг прибавляются все новые и новые виды и объемы данных. Скорость обработки и качество обрабатываемого потока данных являются важнейшими элементами развития рынка ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг. Без стандартизации обмена данными при взаимодействии участников теряется или искажается часть их смысла, что может критично ухудшать качество прогностических инструментов и бизнес-решений.

Переход на использование участниками ипотечного рынка единого стандарта данных является основой для цифровизации процессов и в конечном итоге для контроля затрат участников рынка при масштабировании объемов ИЦБ в обращении.

ДОМ.РФ с 2019 года внедряет Стандарт обмена данными (СОД), разработанный в рамках data-центричного подхода. Данный переход позволил нам создать цифровое решение для подготовки и сопровождения ипотечных ценных бумаг — Цифровая платформа ИЦБ. Применение Цифровой платформы обеспечивает прозрачный безопасный механизм

по передаче и хранению данных, сокращает затраты на обработку информации. Функционал платформы позволяет originаторам самостоятельно безопасно и удобно загружать данные напрямую в контур АО «ДОМ.РФ», автоматически валидировать данные, в том числе регулярные сервисные отчеты. Платформа включена в реестр российского программного обеспечения Минцифры России.

В ближайшее время на сайте ицб.дом.рф будет опубликована обновленная версия стандарта, учитывающая появление новых продуктов на российском рынке ипотечного кредитования. Мы готовы осуществлять всю необходимую поддержку по его внедрению в системы наших контрагентов, включая полный цикл работ от первичного анализа до поддержки разработки и тестирования.



Владимир ЛИМАН

— Этот фактор — весьма важный. При этом важность его повышается по мере увеличения количества сделок на рынке. На текущем этапе вряд ли это можно считать ключевым фак-

тором успешности секьюритизационного рынка.

Как вы оцениваете перспективы развития цифровой секьюритизации с использованием ЦФА?

Марина КАРЕЕВА

— Последние два года рынок ЦФА активно развивается. Секьюритизация с использованием ЦФА будет возможна после адаптации текущего регулирования и формирования круга инвесторов в такие инструменты. Основные покупатели ипотечных бумаг — сами банки, которые используют облигации в качестве инструмента для привлечения ликвидности на рынке РЕПО.

Владимир ЛИМАН

— Рынок ЦФА находится на этапе активного развития. Появляются структуры секьюритизаций, где ЦФА были бы интересны.

В настоящий момент ЦФА предоставляют чуть большую гибкость и доступ для более широкого круга инвесторов, однако платформы эмиссии ЦФА только развиваются и их функционал достаточно далек от требуемого для секьюритизационных сделок.

Андрей КОРОЛЕВ

— ЦФА обладает высоким потенциалом для секьюритизации, и обсуждаемая возможность выпуска ЦФА наравне с облигациями придаст дополнительный импульс как рынку секьюритизации, так и стремительно развивающемуся рынку ЦФА.

Какую сделку (сделки) 2023 года можете отметить как наиболее успешную или знаковую?

Марина КАРЕЕВА

— Большой интерес вызвала дебютная для российского рынка сделка устойчивой секьюритизации эмитента ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» и оригинатора АО «Газпромбанк». Ожидаем продолжения тренда по выпуску ESG-ориентированных ипотечных облигаций.

Владимир ЛИМАН

— Не сможем выделить какую-то одну сделку — не так много сделок было на рынке, чтобы выбирать из множества.

Елена МУЗЫКИНА

— В сделках ипотечной секьюритизации 2023 года я бы отметила два выпуска ИЦБ, в рамках которых протестированы новые составы ипотечного покрытия. В июне 2023 года в рамках выпуска Банка ДОМ.РФ впервые были секьюритизированы закладные с залогом прав по ДДУ. Это нововведение расширяет возможности банков по секьюритизации, учитывая большие объемы выдач кредитов на новостройки в последние годы. В сентябре 2023-го был размещен первый для российского рынка выпуск ипотечных облигаций, получивший статус выпуска устойчивого развития. Выпуск обеспечен социальными и «зелеными» жилищными кредитами. Часть ипотечного покрытия облигаций сформирована из «зеленых»

кредитов на покупку квартир в домах с классом энергоэффективности А, А+ или А++. В состав покрытия вошли также кредиты, выданные по корпоративным программам обеспечения жильем сотрудников промышленных предприятий. Этот выпуск ИЦБ получил награду «ESG-выпуск года в финансовом секторе» на премии Cbonds Awards 2023.

Денис СКРИПКИН

— На мой взгляд, из публичных историй наибольшую поддержку рынку в минувшем году оказала программа ДОМ.РФ по предоставлению поручительства по ипотечным облигациям. Команда ДОМ.РФ смогла предложить рынку эффективный инструмент для привлечения краткосрочного фондирования через операции РЕПО с Федеральным казначейством и Центральным контрагентом, который, кроме того, имеет льготное регулирование в части нагрузки на капитал и включения в высоколиквидные активы, что особенно актуально для системообразующих банков, учитывая постепенную отмену послаблений ЦБ. Безусловно, мы надеемся, что ожидаемая в этом году смена периода роста ключевой ставки принесет на наш рынок новые интересные рыночные сделки, что станет органичным дополнением к программам институтов развития.



Артур ОРЛОВ,
менеджер проекта
по еврооблигациям, Cbonds

Мировой опыт секьюритизации

С периода великой рецессии минуло уже довольно много времени. Финансовые рынки прошли путь серьезных трансформаций: от повсеместного распространения криптовалют до борьбы с загадочной пандемией коронавируса — и вошли в сложную фазу политико-экономических противоречий, сопровождающуюся глобальным обострением военной активности. В такие времена особенно интересно наблюдать за поведением наиболее сложных финансовых инструментов, к которым, без сомнения, относится и секьюритизация. Вооружившись всеми любимой статистикой, попытаемся взглянуть на состояние современного рынка секьюритизации и выделить ключевые факторы, влияющие на его самочувствие.

США

Правильно будет начать непосредственно с родины секьюритизации, для которой этот инструмент остается важнейшим средством влияния на рынок недвижимости. Несмотря на последствия кризиса и периодически всплывающие предложения сократить зависимость от секьюритизации

в пользу облигаций с покрытием, ничто не может заставить американцев отказаться от полюбившегося им инструмента. Доказательством тому может быть 2021 год, когда объем новых эмиссий превысил докризисный рекорд аж на 47% (Рисунок 1). Бесспорно, этому способствовали меры поддержки правительства, направленные на смягчение последствий пандемийных ограничений, включающие как понижение ставок, так и программы выкупа ипотечных бумаг. В такие моменты главное — держать себя в руках и не злоупотреблять субстандартным кредитованием. Тем более что искушаться пришлось не так долго. Последние два года ястребиная политика ФРС все больше давит на рынки в попытках обуздать вышедшую из-под контроля инфляцию (по данным портала Cbonds, учетная ставка была увеличена с 0.25% в начале 2022 года до 5.5% в середине 2023 года). Высокие ставки охладили кредитный рынок, что непосредственным образом сказалось на темпах эмиссии секьюритизации.

Если говорить об американском рынке, то одной из его наиболее показательных характеристик является соотношение агент-

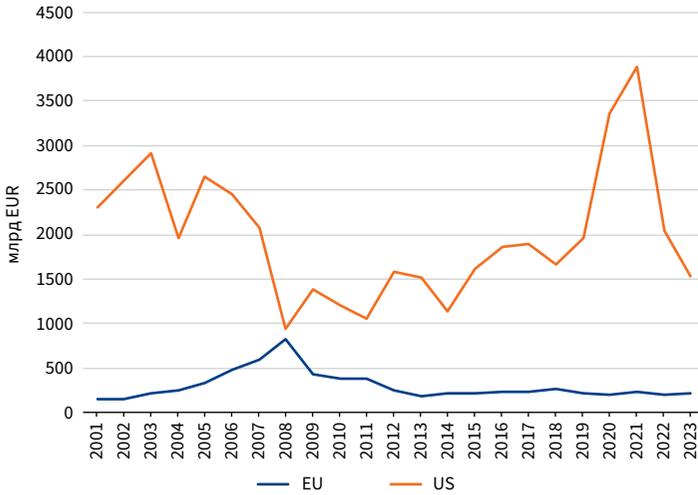


Рисунок 1
Эмиссия секьюритизации
в США и Европе
в 2001–2023 годах
Источник: AFME

ских и неагентских эмиссий в общей доле ипотечной секьюритизации. Напомню, что именно с увеличением доли неагентских выпусков связано начало великой рецессии. В первые же годы после кризиса их доля рухнула до минимальных значений и еще долго не могла начать восстанавливаться (на 2007 год, по данным SIFMA, доля неагентской ипотечной секьюритизации составляла 26%, рухнув до 0.85% к 2010 году, за 2023 год этот показатель равен 2.5%). Обратимся к Рисунку 2.

Максимальное восстановление неагентской эмиссии составляло 14.4% и пришлось на 2018 год, за которым вновь последовала

сдача позиций. Инвестиционные банки вынуждены вести себя как можно более осторожно. Под пристальным взглядом регуляторов уже не так просто впасть в эйфорию наподобие той, что наблюдалась в начале века. Инвесторы, аналогичным образом, прекрасно понимают, что в случае повторения кризисного сценария лучше быть владельцем именно агентских бумаг, которые так или иначе имеют определенную государственную гарантию. Никому не хочется оказаться в одной лодке с очередным Lehman Brothers. Таким образом, можно сделать вывод, что объем

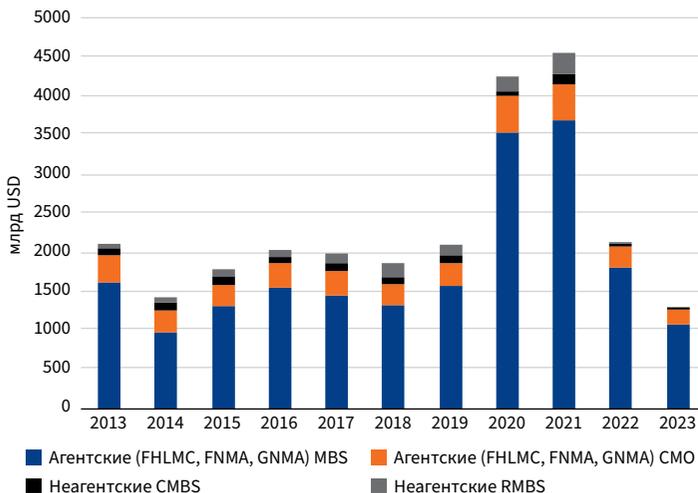


Рисунок 2
Эмиссия ипотечной
секьюритизации в США
Источник: SIFMA

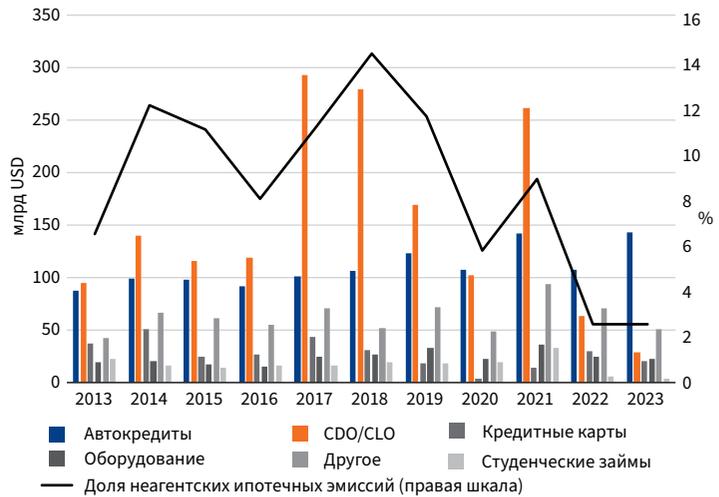


Рисунок 3
 Эмиссия неипотечной секьюритизации в США и изменение доли неагентских ипотечных бумаг
 Источник: SIFMA

эмиссии, приходящийся на неагентский сектор ипотечной секьюритизации, даже на пиковых значениях последних лет находился на весьма умеренных уровнях.

Не менее полезно будет взглянуть на структуру неипотечных эмиссий (Рисунок 3). Здесь сразу же в глаза бросаются периодические всплески активности CDO/CLO. Эти инструменты считаются одними из наиболее рискованных и сложных видов секьюритизации, а их роль в кризисе была не менее значима, чем вышеупомянутый рост неагентской секьюритизации ипотеки. И особенно интересно, что прослеживается определенная взаимосвязь между этими всплесками и ростом доли неагентских эмиссий ипотечной секьюритизации, колебания которой также можно увидеть на Рисунке 3. Можно предположить, что неагентские эмиссии намного активнее используются в качестве обеспечения для CDO. Часто оказывается и так, что эмитентом CDO и ипотечной секьюритизации, находящейся в обеспечении, является один и тот же финансовый институт.

ЕВРОПА

В отличие от США, расчетливые европейцы не поддались излишне позитивным настроениям, и рынок секьюритизации здесь можно охарактеризовать как стабильный и консервативный. При взгляде на общий объем новых европейской эмиссий, отраженный на Рисунке 1, в голову тут же приходит знакомый всем трейдерам термин

«боксовик». Но помимо совокупного объема эмиссии, особенностью европейского рынка и одним из главных показателей возвращения интереса к секьюритизации без преувеличения является объем неразмещенных эмиссий (Рисунок 4). Сразу напрашивается вывод, что спрос на секьюритизацию до сих пор не восстановился и остается на низких уровнях. Большая часть эмиссий после кризиса продолжает использоваться в основном как обеспечение для сделок РЕПО с Банком Англии и ЕЦБ в целях привлечения ликвидности. Можно с уверенностью сказать, что на спрос и предложение сильно повлияли ужесточенные требования регуляторов и традиционная для данного рынка популярность альтернативных инструментов, таких как облигации с покрытием (covered bonds).

К слову, различные программы европейских центральных банков по поддержке ликвидности долгое время работали как сдерживающий фактор для финансовых учреждений в вопросе выпуска секьюритизации. В данный момент эти программы находятся на различных стадиях сворачивания. Помимо этого, на 10-летнем минимуме находится уровень роста депозитов, не так давно ставший отрицательным. Он снижается третий год подряд. Сначала это было связано с нормализацией после пандемии, а позже — с увеличением стоимости жизни. Оба этих фактора с большой вероятностью приведут к активизации банков в качестве

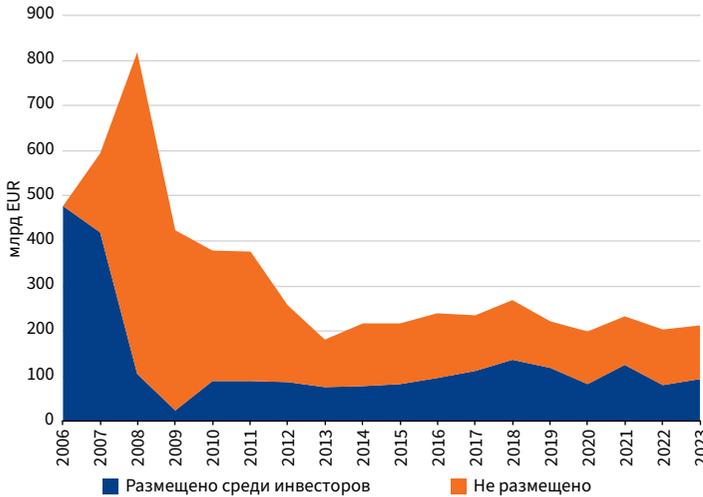


Рисунок 4
Соотношение размещенных и неразмещенных эмиссий в Европе в 2006–2023 годах

Источник: AFME

эмитентов на рынке секьюритизации. Особенно это актуально для Великобритании, где около 150 млрд фунтов, предоставленных по программе долгосрочного финансирования Банка Англии, остаются непогашенными. Свообразным подтверждением этого служит и то, что в 2023 году доля банковского сектора среди эмитентов секьюритизации стала рекордной за 5 лет, составив 30%¹.

¹ S&P Global Ratings, Global Structured Finance 2024 Outlook, 2024. P. 35–36.

На конец III квартала 2023 года рейтинг восьми наиболее значимых европейских стран по объему секьюритизации в обращении выглядел следующим образом: Великобритания — 23.3%, Франция — 18.3%, Италия — 14.6%, Нидерланды — 12.8%, Испания — 12.0%, Германия — 8.0%, Бельгия — 5.3%, Ирландия — 2.4% (данные AFME, без учета CDO/CLO). Не лишним будет взглянуть и на распределение активов по странам. В этом нам поможет Таблица 1. Наиболее популярным активом в большинстве случаев ожидаемо

Таблица 1. Объем секьюритизации в обращении в Европе по стране и типу обеспечения (млрд евро)²

Источник: AFME

Страна	Авто	Кредитные карты	Кредиты МСП	CMBS	Потреб кредиты	Аренда	RMBS	Другое	Общий
Великобритания	12.1	21.8	0.3	25.1	5.6	0.7	129.3	27.9	222.7
Франция	6.3	1.1	6.0	0.2	21.9	0.3	139.8	0.0	175.6
Италия	9.5	0.0	42.8	1.2	36.2	5.5	34.0	10.1	139.4
Нидерланды	2.0	0.0	25.2	0.7	0.4	0.0	93.7	0.0	122.2
Испания	11.1	0.9	7.0	0.1	10.6	0.9	83.5	1.1	115.2
Германия	29.8	0.0	5.3	2.0	6.3	1.4	31.3	0.0	76.2
Бельгия	0.5	0.0	24.8	0.0	0.3	0.0	25.3	0.0	50.9
Ирландия	0.3	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	19.7	2.8	23.1
Греция	0.1	0.5	4.0	0.0	0.0	0.5	0.2	4.2	9.4
Португалия	1.8	0.7	0.0	0.0	0.8	0.0	5.8	0.1	9.2
Пан-Европа	0.0	0.0	0.1	2.3	0.0	0.0	3.2	0.0	5.5
Остальная Европа	2.7	0.0	0.0	0.6	0.9	0.0	0.2	0.9	5.4
Швейцария	2.1	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6

² Данные на III квартал 2023 года, не включают CDO/CLO.

остаётся жилищная ипотека. В Германии и Швейцарии можно отметить относительно высокий уровень секьюритизации автокредитов. Для Италии, Бельгии и Греции прослеживается преимущественно ориентация на кредиты малому и среднему бизнесу. В Италии, впрочем, большую долю занимают и обычные потребительские кредиты. Интересно, что в абсолютных значениях по ипотечным бумагам лидером является Франция (139.8 млрд). А в аутсайдеры можно записать Швейцарию, где секьюритизация ипотеки практически не используется, и Грецию, где объёмы носят символический характер.

МИРОВОЙ РЫНОК

Ничто так не демонстрирует состояние рынка, в особенности в глобальном масштабе, как объёмы новых эмиссий. Именно по этой причине их красочная визуализация представлена на Рисунке 5. Невооруженным глазом видно, что в сравнении с 2018 годом объём в 2023 году снизился. Тем не менее отдельные регионы все-таки смогли сохранить положительную динамику. Среди таких можно отметить Латинскую Америку (рост 73%) и Австралию (рост 35%).

Хорошо заметен всплеск активности в 2021 году (41% — к 2020 году), где наиболее взрывная динамика наблюдалась во все той же Латинской Америке (100%) и США (73.5%). Отложенный спрос и снятие коронавирусных ограничений творят чудеса.

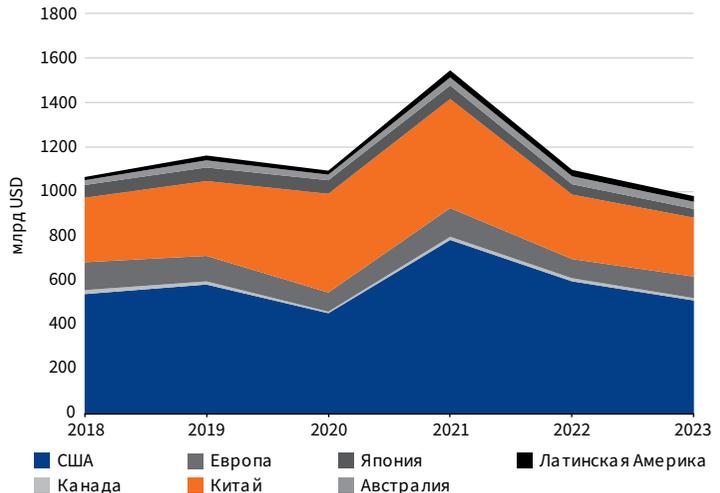
Доминирующим рынком в Латинской Америке является Бразилия (более 85% в объёме выпуска за 2023 год, данные S&P). Специалисты S&P ожидают, что и в 2024 году благодаря росту экономики, благоприятной денежной политике и росту инвестиций Бразилия продемонстрирует увеличение объёмов эмиссии, а также расширит ассортимент видов секьюритизации. Аргентина и Мексика смотрятся намного скромнее. В случае с Аргентиной ситуация усугубляется непростой экономической обстановкой, которая, впрочем, может измениться при грамотных действиях нового правительства.

Интересная ситуация сложилась на рынке Австралии. Основными эмитентами здесь за последние несколько лет стали небанковские организации, доля которых в общем объёме выпуска поднималась выше 80%. Они же и являются главными спонсорами неугасающей активности рынка. В период пандемии, имея доступ к дешёвому финансированию по государственным программам, банки свели к минимуму выпуск как обычных облигаций, так и секьюритизации. В то же время небанковские организации такой возможности не имели. Они активно наращивали свои кредитные портфели в силу высокого спроса на рынке недвижимости, который подстегивал у заемщиков страх упущенной возможности, вынуждая последних отдавать предпочтение именно небанковским организациям из-за более оператив-

Рисунок 5
Объём новых эмиссий в мире¹

Источник: S&P Global Ratings

¹ Не включает агентские RMBS/CMBS, ABCP, TOB, CRE CLO и рефинансирования CLO.



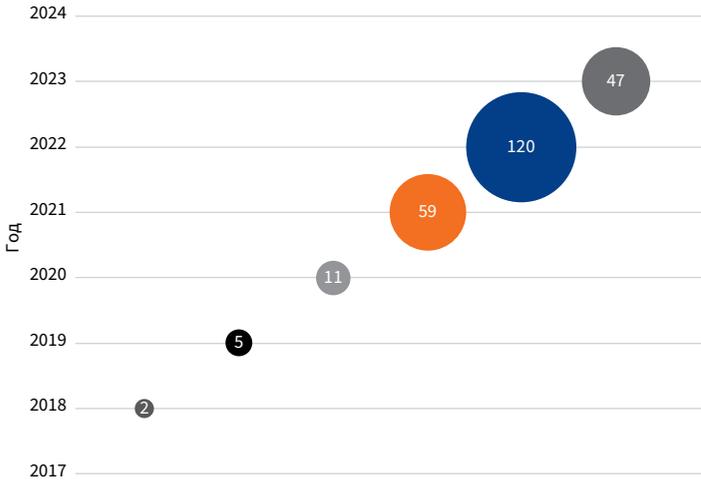


Рисунок 6
Количество первичных дефолтов по эмиссиям компаний, связанных с недвижимостью, Китай
Источник: Cbonds

ного принятия ими решений по кредиту, даже если такой кредит был хуже по условиям. В сложившейся ситуации секьюритизация стала эффективным способом привлечения ликвидности. А для инвесторов при ограниченном присутствии на рынке традиционных банковских облигаций — альтернативой для вложения средств. В настоящее же время, когда рынок жилья уже не так перегрет, небанковские организации сосредоточили свое внимание на кредитовании бизнеса и добились значительных успехов. Отдельно необходимо отметить секьюритизацию автокредитов и оборудования. Эти виды обеспечения являются ключевыми среди непоточной секьюритизации. И здесь тоже наблюдается растущая экспансия небанковских организаций, и без того доминирующих на протяжении ряда лет¹.

Нельзя оставить без внимания и Китай, где сильный рост рынка секьюритизации наблюдался с 2014 года и привел к тому, что по размерам эмиссии Китай стал вторым рынком после США, обойдя Европу. На пике объемы доходили до уровней выше \$450 млрд в 2021 году, а за 2023 год составили около \$264 млрд (данные S&P). Значительное сокращение объемов прои-

зошло с 2022 года, что хорошо коррелирует с пиком волны дефолтов девелоперов и связанных с ними организаций (Рисунок 6), в результате чего больше всего пострадал выпуск RMBS. Сокращение количества дефолтов в 2023 году свидетельствует о начале восстановления рынка, что не может не радовать.

В целом, подводя итоги, можно предположить, что пик падения после ралли 2021 года уже пройден, и в 2024 году можно ожидать если не роста, то по крайней мере сохранения объемов на уровне 2023 года. Уровни инфляции в большинстве развитых стран стабилизируются, что неминуемо ведет к ослаблению хватки со стороны регуляторов и повышению активности на потребительском рынке. Также в последнее время хотелось бы отметить тенденцию к увеличению количества ESG и социальных эмиссий, что, впрочем, характерно для всего долгового рынка.

Безусловно, геополитическая повестка продолжит оказывать давление, но данный риск никогда не отличался хорошей прогнозируемостью. Театр военных действий все больше переходит в область экономики, порождая иногда весьма экзотические предложения. Так, совсем недавно в новостном пространстве обсуждалась возможность выпуска Украиной облигаций, которые будут обеспечены будущими исками к России. Новшество окрестили «репарационными облигациями».

¹ Schwartz C. Australian Securitisation Markets: Responding to Change // Australian Securitisation Conference 2023. Reserve Bank of Australia. 2023.



Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
главный экономист,
SberCIB Investment Research

Чего ожидать от экономики в среднесрочной перспективе

В 2023 ГОДУ ЭКОНОМИКА РФ ВЫРОСЛА НА 3.6%, А В 2024 ГОДУ ТЕМПЫ РОСТА СОСТАВЯТ 1.7%

По предварительным оценкам, ВВП России в 2023 году вырос на 3.6%.

Мы полагаем, что в 2024 году российский ВВП вырастет на 1.7%. Замедление роста по сравнению с 2023 годом обусловлено ужесточением ДКП. Экономика «охладится», и инфляция по итогам 2024 года замедлится до 4.5%. Пока что мы оцениваем потенциальные темпы роста ВВП на уровне 1.5% и считаем, что экономика будет стремиться к нему в среднесрочной перспективе. При этом инфляция вернется к 4%.

Отметим, что по итогам 2023 года ВВП на 2.3% превысил уровень 2021 года. Важным фактором роста были инвестиции в основной капитал, которые за два прошедших года увеличились более чем на 15%. При этом потребление населения полностью компенсировало

коррекцию 2022 года, и в 2023 году было примерно на 5% выше, чем в 2021-м. Физические объемы импорта также продолжали восстанавливаться, но экспорт был примерно на 20% ниже, чем в 2021 году. В среднесрочной перспективе инвестиции продолжат расти быстрее, чем в ВВП.

ПЕРЕГРЕВ НА РЫНКЕ ТРУДА — ОСНОВНАЯ ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ ПРОБЛЕМА РОССИИ

Основным проинфляционным фактором остается дефицит рабочей силы. В 2023 году ее численность увеличилась почти на 1 млн человек — до 76 млн (примерно до уровня 2018 года). Это произошло за счет возобновления притока мигрантов из стран Средней Азии, частичного возвращения россиян, которые уехали из РФ в 2022 году, а также на фоне повышения пенсионного возраста в рамках пенсионной реформы.

При этом занятость в экономике за год выросла более чем на 1.5 млн человек, и в результате к концу 2023 года безработица в России составляла 3%, а иногда даже опускалась ниже этого уровня. Острая конкуренция на рынке труда за «синие воротнички» приводит к неоправданно быстрому росту зарплат, что в итоге разгоняет инфляцию.

Поскольку рабочая сила не может увеличиваться быстрыми темпами, ситуация на рынке труда останется фундаментальным ограничителем для потенциального роста экономики (то есть темпов роста, при которых инфляция не превышает целевой уровень). Таким образом, эта ситуация будет долгосрочным проинфляционным фактором. Выходом из положения может быть ускоренный рост производительности труда.

РАСХОДЫ БЮДЖЕТА ВЫРАСТУТ В 2024 ГОДУ, НО ОНИ НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ЧРЕЗМЕРНЫМИ

Ожидается, что в этом году бюджетные расходы значительно вырастут (на 13.3% г/г) и достигнут 36.7 трлн рублей, или 19.8% ВВП против 18.9% ВВП в 2023 году (Рисунок 1). Однако запланированный уровень расходов относительно ВВП ниже, чем в 2022-м (20% ВВП) или в 2020 году (21.2% ВВП).

Это значит, что бюджетный стимул в 2024 году вырастет, но не будет чрезмерным. Более того, как мы обсудили выше, дефицит ВВП в текущем году ожидается на уровне лишь 1.1% ВВП, что обеспечит относительно умеренный дополнительный инфляционный эффект через эмиссионный механизм. Таким образом, мы полагаем, что проинфляционный эффект от возросших государственных расходов будет краткосрочным, и к 2П24 экономика к нему приспособится.

ПОЧЕМУ ИНФЛЯЦИЯ МОЖЕТ ВЕРНУТЬСЯ К ЦЕЛЕВЫМ УРОВНЯМ В 2П24

Курс рубля

В 2023 году существенным проинфляционным фактором стало ослабление рубля, который в декабре подешевел до 90.8 за доллар против 65.3 за доллар годом ранее (на 39%). По нашим оценкам, ослабление рубля ускорило инфляцию примерно на 2 п. п.

Однако курс стабилизировался после введения обязательной продажи валютной выручки и повышения ключевой ставки ЦБ до 16%. Мы считаем, что в этом году обменный курс будет достаточно устойчивым в диапазоне 90–95 рублей за доллар, что близко к текущим уровням.

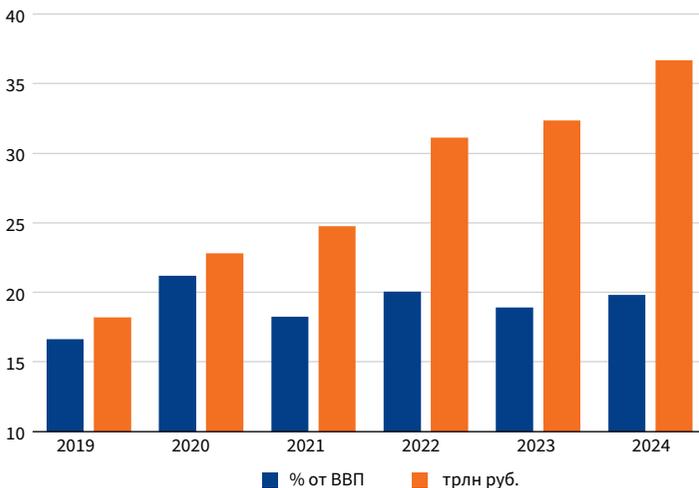


Рисунок 1
Общий объем расходов бюджета

Источник: Минфин РФ

Эффект от ослабления рубля уже полностью заложен в потребительские цены. Таким образом, при относительно стабильном текущем курсе эффект проинфляционного ослабления уже отыгран.

Кредитный стимул стал снижаться в 4К23

Кредитный стимул достиг локального максимума в 2К23, а прирост чистых кредитов в экономике был эквивалентен почти 11% ВВП (с учетом сезонных факторов). Это очень высокий показатель, который вызывает обеспокоенность у Банка России. В 2023 году (как и в 2021-м) ЦБ РФ начал цикл ужесточения денежно-кредитной политики. В 3К23 рост кредитования продолжил ускоряться, поскольку население стремилось получить кредиты по низким ставкам, пока это еще было возможно. Однако в 4К23, похоже, наметилось замедление роста кредитов.

Отметим, что в 4К23 в основном замедлился рост кредитования населения, тогда как темпы кредитования предприятий снизились незначительно. В относительном выражении заметнее всего замедлился рост потребительских кредитов, за ними следовали автокредиты, а затем — ипотека.

В целом кредитование начало реагировать на ужесточение ДКП, и это должно способствовать замедлению инфляции.

В СБЕРЕЖЕНИЯХ НАСЕЛЕНИЕ ПЕРЕОРИЕНТИРУЕТСЯ НА ВНУТРЕННИЕ АКТИВЫ

Быстрый рост обязательств населения, о котором говорилось выше, привел к тому, что в 2023 году темпы прироста чистых активов (то есть разницы между приростом активов и обязательств) россиян оказались ниже, чем годом ранее. При этом прирост самих активов существенно ускорился. Повышение процентной ставки ЦБ уже начало тормозить прирост обязательств, и рост активов может даже ускориться. Учитывая это, мы ожидаем, что в текущем году вырастет норма сбережений, что также будет дезинфляционным фактором.

В 2023 году значительно изменилась структура прироста активов. По срав-

нению с 2022 годом значительно снизились вложения в иностранные активы и уменьшился прирост наличных денег у населения. Вложения в акции и паи резидентов в 2023 году также снизились по сравнению с предыдущим годом, но очень сильно выросли депозиты населения. На фоне ужесточения ДКП и повышения привлекательности внутренних активов продолжают замедляться отток капитала в иностранные активы и рост наличных у населения. Это будет способствовать макроэкономической стабилизации и снижению инфляции.

Все это позволяет нам ожидать нормализации инфляции и возврата аннуализированного показателя к целевому уровню в 4% в 2П24. Однако по итогам года инфляция составит не менее 4.5%.

ЭКСПОРТ В 2024 ГОДУ БУДЕТ ПОЧТИ НА УРОВНЕ 2023 ГОДА

В 2023 году цена на нефть Brent снизилась до \$82/барр. против \$98/барр. в 2022 году. При этом дисконт между Brent и Юралс в 1П23 был очень высоким после введения «потолка» цен на российскую нефть. В результате цена сорта Юралс в 2023 году снизилась в среднем до \$63/барр. против \$76/барр. в предыдущем году. Мы ожидаем, что в 2024 году этот дисконт уменьшится, а нефть Brent будет стоить в среднем как минимум те же \$82/барр. В этих условиях мы закладываем в прогнозы на текущий год цену Юралс на уровне \$72/барр., что на 14% выше, чем в 2023 году.

Однако усредненная экспортная цена на российскую нефть (с учетом сорта ESPO, который поставляется по трубопроводу в Азию) вырастет не так сильно. По нашим оценкам, она повысится всего на 7% до \$71/барр. против \$66/барр. в 2023 году. Усредненные цены на нефтепродукты также вырастут на 7%. При этом физический объем экспорта нефтепродуктов уменьшится на фоне ограничений на нефтедобычу в рамках соглашения ОПЕК+, но экспорт нефти останется на уровне 2023 года. Мы также ожидаем существенного снижения цен на газ. В итоге нефтегазовый экспорт из РФ в 2024 году будет даже немного ниже, чем в 2023-м (\$233 млрд

против \$237 млрд). Мы прогнозируем некоторое увеличение экспортных нефтегазовых доходов за счет черных и цветных металлов. Однако в целом экспортная выручка в этом году будет примерно такой же, как годом ранее (\$425 млрд против \$423 млрд в 2023 году).

Отметим, что в январе — феврале 2024 года экспорт из РФ составил всего \$60.8 млрд по сравнению с \$64.3 млрд за соответствующий период прошлого года. Мы ожидаем улучшения динамики экспорта до конца года, однако оно не будет резким. Импорт из РФ за первые два месяца 2024 года снизился до \$43.8 против \$46.6 млрд за тот же период 2023 года. Такая динамика на фоне существенного роста экономики в 1К24 г/г связана с ослаблением рубля. Мы полагаем, что импорт по итогам 2024 года вырастет, но темпы роста будут умеренными из-за слабого рубля. По нашим оценкам, импорт в этом году не превысит \$310 млрд (против \$304 млрд в 2023 году).

В итоге профицит торгового баланса РФ сократится до \$115 млрд по сравнению с \$118 млрд в 2023 году, однако положительное сальдо счета текущих операций останется примерно на уровне прошлого года (около \$50 млрд), поскольку могут снизиться выплаты за рубеж в виде дивидендов и доходов от инвестиций.

Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе цена Юралс будет в диапазоне \$60–70/барр. Это приведет к дальнейшему снижению экспортной выручки в 2025 году. Однако позже возможен плавный рост за счет увеличения физических объемов экспорта, в первую очередь нефтепродуктов. Также возможно увеличение экспорта трубопроводного газа в Китай. Кроме того, мы закладываем в базовый сценарий умеренный рост нефтегазового экспорта. Тем не менее без резкого повышения цен на сырье возвращение экспортной выручки к \$500 млрд вряд ли возможно. Скорее есть вероятность, что доходы от экспорта могут сократиться до уровней ниже \$400 млрд на фоне коррекции цен на сырье или ужесточения антироссийских санкций.

ПОЛОЖИТЕЛЬНОЕ САЛЬДО СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ СТАБИЛИЗИРУЕТСЯ НА УРОВНЕ \$10–20 МЛРД В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Снижение средней экспортной выручки по сравнению с периодом до 2022 года означает, что этап накопления валюты в Фонде национального благосостояния (ФНБ) подошел к концу. Уже сейчас формально в рамках бюджетного правила Минфин закупает китайские юани, если нефтегазовые доходы превышают базовый уровень (этот уровень рассчитан с учетом цены Юралс \$60/барр.), однако ликвидная часть ФНБ инвестируется достаточно активно. Это приводит к тому, что чистое накопление валюты стремится к нулю. Более того, весьма вероятно, что ликвидная часть ФНБ будет снижаться в среднесрочной перспективе, и это означает чистые продажи валюты Банком России. Это поддержит валютный рынок, поэтому мы не ожидаем существенных потрясений, если инфляция будет соответствовать целевому уровню 4%.

По нашим оценкам, в 2025–2030 годах импорт товаров и услуг может ежегодно расти в среднем на 3%. При этих условиях профицит торгового баланса должен стабилизироваться около \$90 млрд, а сальдо счета текущих операций будет в диапазоне \$10–20 млрд.

УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ В РЕАЛЬНОМ ВЫРАЖЕНИИ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ МАЛОВЕРОЯТНО

Ранее мы уже представляли модель, которая показывает, как взаимосвязана динамика импорта товаров и услуг, реального ВВП и реального курса рубля к доллару. Эта модель довольно хорошо работала до кризиса 2022 года. С учетом санкций мы внесли в модель поправки, добавив переменную (*dumty*). Отметим, что чувствительность импорта к динамике реального ВВП и реального курса рубля почти не изменилась — соответствующие коэффициенты остались на уровнях соответственно 2.7 и 0.9. Это означает, что прирост ВВП на 1% г/г приводит к увеличению импорта на 2.7% г/г, а укрепление ре-

ального рубля против доллара на 1% г/г обеспечивает повышение импорта на 0.9% г/г.

Если допустить, что эта зависимость сохранится в среднесрочной перспективе (пока она устойчиво сохраняется с 2017 года, когда мы ее впервые вывели), то можно сформулировать некоторые предположения относительно курса рубля в будущем.

Выше мы пришли к выводу, что импорт товаров и услуг в среднесрочной перспективе (2025–2030) может расти примерно на 3% в год. При этом мы ждем ежегодного роста реального ВВП в среднем на 1.5% в год. Вышеупомянутая модель предполагает, что велика вероятность ослабления рубля против доллара примерно на 1% в год в реальном выражении.

Мы полагаем, что в 2025–2030 годах Банку России удастся вернуть ежегодную инфляцию к целевому уровню 4%. При этом МВФ оценивает годовую инфляцию в США в этот период примерно на уровне 2%. Таким образом, высока вероятность, что рубль в номинальном выражении будет слабеть примерно на 3% в год, и тогда в реальном выражении он будет дешеветь на 1% в год.

Учитывая ограничения со стороны экспорта, которые будут мешать росту импорта, мы полагаем, что укрепление рубля в реальном выражении крайне маловероятно. Даже если оно произойдет, это вряд ли будет устойчивым процессом. Намного более вероятным сценарием мы считаем незначительное ослабление рубля в реальном выражении.

Масштабное
событие
на ипотечном
рынке

Цифровые
сервисы:
регистрация,
оценка,
страхование

Ипотечные
платформы
и экосистемы

Секьюритизация



Москва
6 февраля
2025



Российский ипотечный конгресс



Секьюритизация ипотеки





Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации —
старший вице президент,
Банк ВТБ (ПАО)

Прежние рекорды побиты, новых пока не ждем

Взаимосвязь рынка ипотечных ценных бумаг, вторичного ипотечного рынка и первичного рынка ипотечного кредитования зависит от сравнительного уровня и характера их развития и может быть как источником поступательного роста, так и предпосылкой для возникновения серьезных проблем для ипотечной индустрии в целом.

В США вплоть до середины нулевых два рынка стимулировали друг друга через модель *originate to distribute*, что выразилось в накоплении избыточных рисков в системе и привело сначала к ипотечному, а затем и к глобальному финансово-экономическому кризису, сильнейшему в послевоенный период, пятнадцатилетие которого мы встретили в прошлом году. Стремление к безграничному наращиванию объемов ипотечного бизнеса всеми его участниками при снижении контроля качества стало источником возникновения проблемы.

Как же развивался российский ипотечный рынок, его первичная и вторичная составляющие в прошедшем году? Испытав серьезный шок в начале 2022 года, россий-

ские банки весь год работали в условиях высокой волатильности. После повышения ставки ЦБ до 20% новая выдача обвалилась в апреле — мае, но уже в апреле ЦБ начал последовательно снижать ставку, летом ипотечное кредитование пошло вверх, и, несмотря на заметные колебания, итоговый результат для кризисного года был очень неплохой. Напоминаю об этом, потому что, по однозначному утверждению нашего регулятора, нынешний цикл ужесточения ДКП отличается как от 2022-го, так и от 2014 года и изначально рассчитан на достаточно длинный срок, пока дезинфляционная динамика не станет однозначно преобладающей.

В течение прошлого года, после некоторого спада в начале I квартала, ипотечный рынок продолжил свой рост. Уже во II квартале 2023 года рост объемов выдачи составил 39% к первому, а в июле — сентябре мы стали свидетелями ажиотажного спроса. Его всплеск был вызван сначала ослаблением рубля и желанием граждан сохранить свои денежные средства, а затем повышением ставки Банком России и стремлением взять кредит по уже принятым заявлениям

или обратиться за ипотекой, пока ставки на рынке не выросли еще сильнее, а также успеть до повышения первоначального взноса по льготным программам. В результате сентябрь стал по объему выдач абсолютно рекордным, а выдача за 9 месяцев увеличилась на 72% к прошлому году. Подобная динамика свидетельствовала о признаках перегрева, о чем неоднократно заявлял Центробанк.

Повышение ключевой ставки ЦБ сразу на 3.5 п. п. в августе, а затем на 1 п. п. в сентябре и рост ставок по рыночной ипотеке до практически запретительного уровня (хотя этот уровень зависит от многих условий и ожиданий) неизбежно должны привести к падению рынка. Однако вплоть до конца года выдача хотя и снижалась, но оставалась на высоком уровне, а результат по итогам года стал абсолютно рекордным, составив 7.8 трлн рублей. Реальный спад придется уже на текущий год и, по мнению экспертов, может составить от 25 до 50% новой выдачи ипотеки.

Одним из основных драйверов восстановления рынка и его роста в прошлом году были государственные программы льготной ипотеки, доля которых в общей выдаче устойчиво увеличивалась с 27.7% в 2021-м до 46.5% в 2022-м и до 61% в 2023 году. Именно льготная ипотека стала одной из главных причин роста цен на жилье, прежде всего первичные, которые с начала запуска программы в 2020-м увеличились более чем в два раза. За ними с некоторым отставанием следовала и вторичка, цены на которую выросли более чем на 60% за этот же период. Платежеспособность заемщиков по этому росту не поспевала.

По данным ЦБ, разрыв между ценами на первичном и вторичном рынке составил 40%, что по его совершенно обоснованному мнению означает завышенную стоимость залогов. Доля кредитов с первоначальным взносом менее 20% на первичном рынке выросла с 33% в начале 2020-го до 70%, на вторичном рынке она тоже не малая и составляла во II квартале 2023 года 44%. Суммарно доля кредитов с низким первоначальным взносом в выдаче превышала в I–III кварталах 50%, но снизилась в IV квартале до 17% в связи с нормативным повышением минимального взноса по льготным программам. Одновременно снижались

требования к платежеспособности заемщиков. Во II квартале 71.7% ипотеки было выдано заемщикам, которые тратят на обслуживание кредита свыше 50% дохода, а доля таких ссуд в портфеле превысила 60%. Доля кредитов с ПДН более 80% в выдаче устойчиво увеличивалась все последние годы: с 22% в 2020 году до 44% в 2023 году, а их доля в портфеле составила на конец года 35%. И хотя уровень просрочки (NPL90+) достаточно низкий (в основном за счет прироста портфеля), стандарты выдачи ухудшались и происходило накопление рисков в системе. Это вызывало серьезную озабоченность ЦБ, который принял целый ряд последовательных мер, направленных на ограничение рисков и охлаждение рынка.

С 1 мая 2023 года Банк России установил надбавки по кредитам на финансирование ДДУ с первоначальным взносом менее 30% и по кредитам на готовое жилье со взносом менее 15%. Очередное ужесточение нормативов по льготным кредитам с первоначальным взносом менее 20% вступило в силу 1 июня.

Влияние этих мер на рынок оказалось недостаточным, и с 1 октября ЦБ ввел запретительные макропруденциальные надбавки по кредитам с низким первоначальным взносом и высоким ПДН. Ужесточение макропруденциальных ограничений для таких кредитов продолжилось и в наступившем 2024 году, а в повестку ЦБ был внесен вопрос введения макропруденциальных лимитов, то есть прямых количественных ограничений на выдачу высокорискованных ипотечных кредитов. Параллельно правительство приняло решение об увеличении первоначального взноса по льготной ипотеке сначала до 20%, а затем до 30% по льготным кредитам на новостройки и снижении величины субсидии кредитным организациям суммарно на 1 п. п.

Это должно было обеспечить более сбалансированный рост, однако в течение года лимиты выдачи льготных займов увеличивались, а расходы бюджета на финансирование программы росли, и в 2024 году могут, по оценкам, достичь 1 трлн рублей.

Из антикризисной меры льготные кредиты превратились в постоянно действующий фактор поддержки и одновременно деформации рынка. Доля льготной ипотеки

в общей выдаче на первичное жилье составляет 80–90%. При этом, учитывая важность программы господдержки строительной отрасли, ее высокую социальную значимость, следует отметить, что доступность жилья с момента запуска льготной ипотеки в 2020 году заметно снизилась. Действующая программа истекает 1 июня 2024 года, и, тогда как «семейная» льготная ипотека будет, несомненно, продлена, базовая льготная программа субсидирования кредитов на новостройки вряд ли сохранится.

Если мы посмотрим на качественную динамику развития российского ипотечного рынка последних лет, то мы без труда найдем много параллелей с качественной динамикой американского ипотечного рынка в период перед ипотечным кризисом 2007–2008 годов.

Цены на жилье в США в первой половине нулевых устойчиво росли. Банки выдавали кредиты с LTV под 100%, рассчитывая на последующий рост цен, стремясь расширить клиентскую базу, привлекали клиентов с низкой платежеспособностью и без кредитной истории, так называемой категории *subprime*, эти кредиты упаковывались в RMBS, переупаковывались в CDO (вторичную секьюритизацию) и продавались инвесторам. В конечном счете, все это привело к глобальному кризису 2008 года.

Перегрев рынка и формирование пузыря шли за счет масштабного вливания средств инвесторов через механизмы ипотечных ценных бумаг. У нас рынок перегревается за счет бюджетных средств через механизмы льготной ипотеки.

Конечно, уровень риска и степень перегрева совершенно разные, а масштаб потенциальных проблем просто несопоставим (в США ипотечный портфель превышал тогда 80% ВВП, а объем MBS — 63% от ВВП), но общее направление движения схоже.

В США перед кризисом 2008 года огромная индустрия секьюритизации работала на увеличение рисков в системе ипотечного кредитования. Сложившаяся на сегодняшний день система ипотечной секьюритизации в России (а это на 99% сделки по программе Дом.РФ) работает на снижение рисков в системе ипотечного кредитования, так как обеспечивает повышение кредитного качества ипотечного портфеля как за счет законодательных

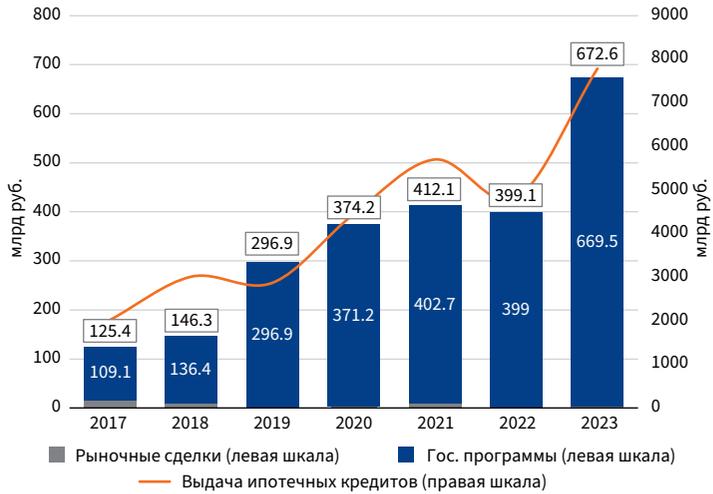
требований, таких как 20%-ный минимальный первоначальный взнос, обязательное наличие страховки, актуальной оценки, так и за счет достаточно жестких и обширных квалификационных требований ДОМ.РФ (включая уровень коэффициента ПД, ограничения КЗ на дату выдачи, отсутствие исторической просрочки 90+, отсутствие реструктуризации, данные кредитной истории, исчерпывающая информация по каждому кредиту и др.). Отметим, что наши рейтинговые агентства следуют не менее жестким требованиям, но там может быть небольшой люфт, привязанный к уровню субординации. Конечно, нынешняя система сложилась с учетом уроков кризиса 2008 года и всех тех нормативных требований и ограничений, которые были приняты национальными регуляторами, в том числе на основе детальных рекомендаций Базельского комитета.

Качество секьюритизированного портфеля заметно выше качества ипотечного портфеля российских банков в целом. Однако уровень развития нашего вторичного рынка не позволяет секьюритизации как инструменту снижения рисков раскрыться в полной мере.

В 2022 году, несмотря на шок и высокую неопределенность, которая сохранялась на протяжении всего года, выпуск ипотечных ценных бумаг показал неожиданно хороший результат. За год было закрыто 16 сделок на 399 млн рублей, практически весь объем пришелся на программу ДОМ.РФ (Рисунок 1).

Прошлый год — рекордный по объему кредитования — стал рекордным и для рынка ипотечной секьюритизации. Всего было закрыто 10 сделок. Мощно выстрелил Сбер, реализовав две крупные сделки, одна из которых стала крупнейшей на рынке. Две — у Банка ДОМ.РФ, при этом по одной из них объемом 17.4 млрд рублей банк впервые секьюритизировал закладные с залогом прав на новостройки (ДДУ), что важно на перспективу этого года. Две сделки закрыл Газпромбанк, при этом первая сделка на 29.8 млрд рублей получила статус облигации устойчивого развития и включена в соответствующий сектор Мосбиржи. Очередную сделку реализовал Металлинвестбанк. Наконец, две сделки закрыл ВТБ, а общий объем сделок ВТБ с поручительством

Рисунок 1
Выдача ипотечных кредитов и объем ипотечной секьюритизации в России
Источники: Банк России, Cbonds.ru, расчет Банка ВТБ (ПАО)



ДОМ.РФ превысил 1 трлн рублей, и здесь мы сохраняем первенство (Таблица 1).

Все эти сделки были организованы в рамках программы ДОМ.РФ, которая остается главным двигателем рынка и на которую в прошлом году пришлось 99% всего объема. Исключение представляет выпуск бумаг Банка БЖФ. Выпуск относительно небольшой, но весьма интересный и важный для перспективы. Бумаги чисто рыночные, рейтингованные, обеспеченные equity loans — нецелевыми кредитами под залог жилья. Средневзвешенная ставка по портфелю в 14.37% позволила предложить старший транш с рейтингом AAA.sf от АКРА с купоном 10.65%, что в момент размещения было весьма привлекательно.

Аналогичную сделку структурировал банк Тинькофф. Эмиссия бумаг, обеспеченных нецелевыми кредитами под залог недвижимости, была зарегистрирована 7 августа. Ожидаемый рейтинг старшего транша объемом 5.4 млрд рублей — AAA.sf. Но в связи со скачком ставки ЦБ и изменением ситуации на рынке размещение было отложено.

Всего за год было выпущено ипотечных облигаций на 672.6 млрд рублей. Много это или нет? Как посмотреть. Прошлый год был рекордным для российского долгового рынка, суммарно все компании разместили облигаций на 5.2 трлн рублей, то есть на ИЦБ пришлось 13% всего объема, но если сравнивать с размещениями ком-

Таблица 1. Эмиссия ипотечных облигаций в 2023 году

Источники: АО «ДОМ.РФ», Cbonds.ru

№	Оригинатор	Эмитент	Организатор	Начало размещения	Объем эмиссии, млн руб.
1	Банк БЖФ	Ипотечный агент Титан-5	Sber CIB	16.02.23	3140
2	Банк ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	26.04.23	16 516
3	Банк ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	29.06.23	17 391
4	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Sber CIB	07.07.23	197 428
5	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	29.09.23	29 839
6	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	23.10.23	6112
7	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Sber CIB	19.12.23	220 288
8	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ	22.12.23	49 928
9	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ	25.12.23	109 724
10	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	25.12.23	22 247
Всего:					672 613

Таблица 2. Структура оригинаторов ИЦБ ДОМ.РФ по итогам 2023 года

Источник: АО «ДОМ.РФ»

№	Оригинатор	Количество выпусков, шт.	Объем эмиссии, млрд руб.	Доля, %
1	Банк ВТБ (ПАО)	10	1001	41.94
2	ПАО Сбербанк	10	870	36.46
3	Банк ГПБ (АО)	6	206	8.61
4	АО «Банк ДОМ.РФ»	14	158	6.63
5	АО «ДОМ.РФ»	6	61	2.54
6	ПАО АКБ «Металлинвестбанк»	5	24	1.00
7	АКБ «Абсолют Банк» (ПАО)	2	20	0.84
8	ПАО РОСБАНК	3	19	0.81
9	ООО «НФИ»	2	8	0.34
10	АО «Райффайзенбанк»	1	8	0.32
11	ПАО «Совкомбанк»	2	7	0.28
12	АО «Банк БЖФ»	3	5	0.23
Всего:		64	2387	

паний финансового сектора (2.96 трлн рублей), то это 23%, что существенно. Если же соотнести с эмиссией банковских облигаций, что может быть оправданно, поскольку секьюритизация кредитов — это опосредованное привлечение средств именно банками, то будет уже 36%, что в принципе дает основания говорить об ИЦБ как о важнейшем инструменте привлечения ресурсов банками, хотя в реальности не все так прямолинейно. Сегодня объем ИЦБ в обращении — примерно 1.5 трлн рублей, что составляет лишь около 8% суммарного ипотечного портфеля, и это совсем немного.

Последний год не принес изменений в составе заинтересованных банков-оригинаторов: 93% выпусков приходится на госбанки (см. Таблицу 2). Довольно узкий круг частных банков-участников практически не расширяется. Более того, ряд банков, которые имеют опыт и в прошлом делали сделки, в последние годы практически отошли от практики и сохраняют лишь «концептуальный интерес». При этом вопросы ликвидности и достаточности капитала для средних банков могут стоять значительно острее.

Для полноценной реализации всех преимуществ секьюритизации ключевым условием является возможность продажи бумаг в рынок, наличие инвесторской базы. Благодаря активной работе, в том числе усилиям ДОМ.РФ, сделан ряд шагов по формированию благоприятной нормативной и инвестиционной среды, но объем торгов по-прежнему очень невелик: в III квартале

прошлого года он, несмотря на определенный рост, составил лишь 8.2 млрд рублей.

Среди рыночных инвесторов в ИЦБ преобладают банки, доля которых в III квартале 2023 году составляла 29%. Доля НПФ, СК, УК продолжала снижаться с 11% в III квартале 2021-го до 5% в III квартале 2022-го и до 3% в III квартале 2023 года (Рисунок 2).

Рост ключевой и рыночной ставок существенно влияет как на текущее состояние вторичного ипотечного рынка, так и на перспективы его развития.

Большая часть ипотечного портфеля банков приходится на кредиты с фиксированной ставкой, которые были выданы ранее, в среднем на уровне 10%, что существенно ниже текущего рынка. И именно они являются основным источником процентного риска — главного риска долгосрочного ипотечного кредитования по фиксированной ставке. Секьюритизация как инструмент привлечения длинных пассивов позволяет снизить этот риск, но приходится в очередной раз повторить, что ипотечные бумаги можно продать с выгодой, когда это позволяет рынок, но не когда риск уже реализовался. Продать бумаги, обеспеченные такими кредитами, выпущенными по программе ДОМ.РФ без дисконта, сегодня невозможно. Проблема роста процентного риска в системе беспокоит и Банк России, который разрабатывает концепцию управления процентным риском и рассматривает возможность введения для него отдельного норматива.

В течение года большая часть выпущенных ипотечных облигаций находилась на балансе банков-оригинаторов. Простая замена закладных на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ может дать ощутимые выгоды, включая снижение нагрузки на капитал, особенно для тех банков, которые не перешли на применение внутренних рейтингов, учитывая, что RWA по бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%. Нельзя забывать и о льготной ставке налогообложения дохода по ипотечным ценным бумагам.

Принимая ипотечные облигации себе на баланс, банки получают эффективный инструмент привлечения краткосрочной ликвидности. Более 50 выпусков ИЦБ входят в ломбардный список Банка России. С июля 2022 года Федеральное казначейство запустило аукцион РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ, до этого в залог принимались только ОФЗ. Объем сделок РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ в III квартале составил 4.2 трлн рублей, из которых 83% — РЕПО с Федеральным казначейством. По итогам года общий объем сделок РЕПО достиг, по оценкам, 16 трлн рублей.

Возможность выпуска и размещения в рынок ипотечных бумаг с привлеченной для инвесторов доходностью дает механизм «классической» многотраншевой секьюритизации. При этом структура бумаги предо-

ставляет возможность перераспределить процентный доход по секьюритизируемому пулу в пользу старшего рыночного транша.

В этой связи не могу в очередной раз не сказать о необходимости выравнивания нормативных и регуляторных требований для ИЦБ ДОМ.РФ и рыночных бумаг с рейтингом AAA.sf для поддержания конкурентной рыночной среды. Это касается и коэффициента риска в торговом портфеле, и включения структурированных бумаг в расчет высоколиквидных активов. Что касается сохранения требований применять зарубежные рейтинги при классификации инструментов секьюритизации по уровню риска, то в настоящее время это выглядит просто как казус.

Привлечение средств рыночных инвесторов в бумаги, обеспеченные кредитами с фиксированной ставкой, возможно через структурирование вторичной секьюритизации и выпуска производных облигаций, обеспеченных ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ. При этом возможен выпуск различных классов таких бумаг с различной доходностью, дюрацией и другими характеристиками под интересы инвесторов.

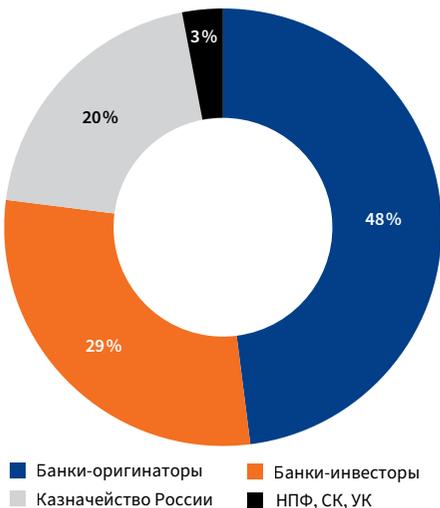
Хорошая перспектива есть у секьюритизации льготных кредитов с плавающей ставкой, где мы изначально сможем предложить инвестору бумагу с рыночной доходностью. Доля таких кредитов в общем банковском портфеле росла и к концу года достигла 40%. Процентный риск по этим кредитам берет на себя бюджет, но обеспеченные ими ИЦБ могут стать хорошим инструментом привлечения долгосрочного финансирования. Риски там, конечно, тоже существуют, в том числе связанные с переоценкой залогов, что может сказаться на уровне потерь в случае роста дефолтов по этой категории ипотечных кредитов. Это должен учитывать и ДОМ.РФ в отношении подобных ценных бумаг со своим поручительством.

В целом, несмотря на сложную финансово-экономическую ситуацию, существуют возможности не только поддержания, но и развития бизнеса по секьюритизации. Конечно, мы надеемся на снижение ключевой ставки ЦБ во второй половине года, однако важно искать работающие варианты и новые пути роста в текущих условиях, формируя таким образом основу для позитивных перемен.

Рисунок 2

Структура инвесторов ИЦБ ДОМ.РФ

Источник: АО «ДОМ.РФ»





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



Ариэл ЧЕРНЫЙ,
руководитель
направления, Ценовой
центр АО «ДОМ.РФ»

Модель досрочных погашений ипотечного кредита: S-кривые по выдержке и эффект выгорания

Развитие рынка ипотечной секьюритизации подразумевает углубление знаний о природе ипотечного кредита и поведении заемщиков. В данной статье участникам рынка предлагается рассмотреть модель досрочных погашений ипотечного кредита, механизм которой основан на объяснении досрочных погашений двумя факторами — уровнем текущих процентных ставок в экономике и выдержкой кредита. Понимание модели значительно упростит анализ динамики досрочных погашений кредитов в ипотечных покрытиях выпусков ИЦБ ДОМ.РФ, а ее применение в моделировании денежных потоков по облигациям существенно уточнит ожидаемую дюрацию и, как следствие, справедливую цену.

Мерой досрочных погашений как пула ипотечных кредитов, так и одного ипотечного кредита является CPR — темп полных и частичных досрочных погашений (от англ. Conditional prepayment rate). CPR отражает ежемесячную скорость амортизации кредита в части полных и частичных досрочных погашений и измеряется в % годовых от остатка основного долга (ОД) по кредиту на начало месяца за вычетом плановых погашений по графику за месяц:

$$CPR_{\text{за месяц}} = 100 \cdot \left[1 - \left(1 - \frac{\text{полное или частичное}_{\text{за месяц}}}{\text{ОД}_{\text{на начало месяца}} - \text{плановое}_{\text{за месяц}}} \right)^{12} \right] \% \text{ годовых}$$

ОПИСАНИЕ МОДЕЛИ

Предлагаемая модель CPR кредита состоит из пяти предположений:

1. Значение темпа досрочных погашений $CPR(s, h, e)$ по кредиту за текущий месяц (в % годовых) включает в себя как полные, так и частичные досрочные погашения и зависит от трех факторов:

- s — стимула к рефинансированию кредита (в процентных пунктах) — разницы между процентной ставкой по кредиту в предыдущем месяце и среднерыночной процентной ставкой, по которой в предыдущем месяце можно было рефинансировать ипотечный кредит. Сдвиг стимула на месяц связан с тем, что процесс рефинансирования ипотечного кредита состоит из сбора необходимых документов и одобрения банком выдачи нового кредита, поэтому фактическое рефинансирование происходит в среднем через месяц с подачи заявки. Показатель s является мерой экономической целесообразности для заемщика рефинансировать кредит и может принимать значения, к примеру, -0.5 п. п., 0.1 п. п., 5 п. п. и т. д.;
- h — выдержки кредита (в годах) — количества лет, которое прошло от момента выдачи кредита до месяца, на который рассчитан s (иными словами, до момента, когда заемщик в предыдущем месяце наблюдал s и принимал решение о рефинансировании);

- e — некоторой случайной ошибки (в % годовых).

Описанная конструкция проиллюстрирована на Схеме 1.

2. Зависимость $CPR(s, h, e)$ от s и h является объяснимой и описывается функцией в виде двух арктангенсов с семью неизвестными и зависящими от h параметрами. Изгиб одного арктангенса описывает изменения $CPR(s, h, e)$ в зоне отрицательных стимулов s , другого — в зоне положительных стимулов s . Такая функ-

ция называется **S-кривой для выдержки h** и обозначается $S_{кривая}^h(s)$. Для каждого года выдержки $h = 0, 1, 2$ и т. д. существует своя S-кривая, определенная для любого стимула s (h — индекс в формуле):

$$S_{кривая}^h(s) = [\beta_{h,0} + \beta_{h,1} \cdot \arctg(\beta_{h,2} + \beta_{h,3} \cdot s) + \beta_{h,4} \cdot \arctg(\beta_{h,5} + \beta_{h,6} \cdot s)] \cdot 100$$

3. Зависимость $CPR(s, h, e)$ от e является необъяснимой: e является независимой, ни с чем не связанной случайной ошибкой, в среднем равной нулю.

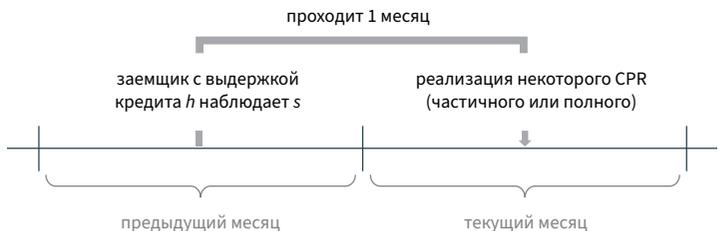
4. $CPR(s, h, e)$ определяется как сумма объяснимой и необъяснимой частей:

$$CPR(s, h, e) = S_{кривая}^h(s) + e$$

5. В рамках объяснимой части $CPR(s, h, e)$ растет с ростом стимула к рефинансированию s . Для этого необходимо, чтобы для каждой функции $S_{кривая}^h(s)$ параметры $\beta_{h,1} > 0, \beta_{h,3} > 0, \beta_{h,4} > 0, \beta_{h,6} > 0$.

Несомненно, данная модель является упрощенным описанием действительности. Очевидно, CPR в той или иной мере зависит от других параметров кредита: региона, дохода заемщика, типа продукта и даже банка, который его выдал. Частичные погашения в модели смешаны с полными, хотя в реальности являются отдельной линией поведения заемщиков. Однако с добавлением новых факторов и последующим усложнением экономические модели, как правило, теряют свою наглядность, при этом практически не добавляют качественного содержания, так как экономические показатели по своей природе крайне волатильны и не могут быть с точностью смоделированы. Преимущество же данной модели в ее лаконичности, она формирует наглядное представление о динамике досрочных погашений, оперируя только двумя наиболее значимыми факторами.

Схема 1
Зависимость CPR от выдержки кредита h и стимула к рефинансированию s



ДАННЫЕ ИПОТЕЧНОГО АГЕНТА ДОМ.РФ

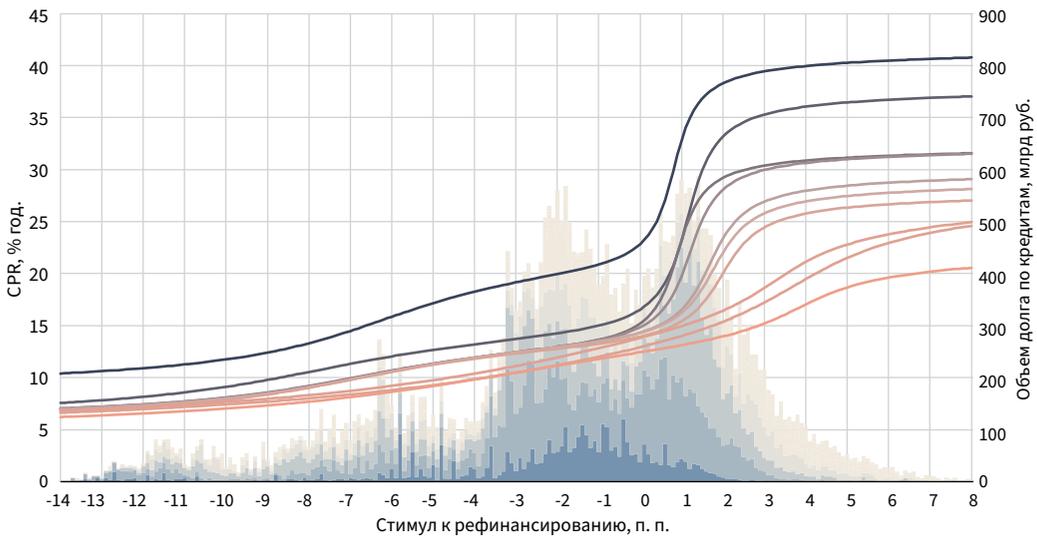
Для того чтобы использовать описанную модель на практике, необходимо оценить параметры β S-кривых для как можно большего количества значений выдержки кредита h на как можно большем количестве данных о досрочных погашениях. Количество значений выдержки, для которых могут быть рассчитаны оценки параметров S-кривых, ограничено полнотой данных историй платежей по кредитам.

Так, по состоянию на 01.02.2024 Ипотечный агент ДОМ.РФ располагал данными

об историях платежей по 1.3 млн кредитов, выданных 12 различными банками, с общей суммой задолженности в момент их появления на его балансе 2.4 трлн рублей. Все истории по кредитам цензурированы слева, то есть наблюдаются не с момента выдачи кредита, а с момента его появления на балансе Ипотечного агента ДОМ.РФ. С конца 2016 года баланс Ипотечного агента ДОМ.РФ пополняется кредитами со средней выдержкой 1.6 года. Средний срок наблюдаемой истории платежей по данным кредитам к 01.02.2024 составил 1.5 года. 99% кредитов имели аннуитет-

График 1. Модель досрочных погашений (оцененная по данным на 01.02.2024)

$$\hat{S}_{кривая}^h(s) = [\hat{\beta}_{h,0} + \hat{\beta}_{h,1} \cdot \arctg(\hat{\beta}_{h,2} + \hat{\beta}_{h,3} \cdot s) + \hat{\beta}_{h,4} \cdot \arctg(\hat{\beta}_{h,5} + \hat{\beta}_{h,6} \cdot s)] \cdot 100 \quad h \in \{0, \dots, 9\}$$



Выдержка	h	$\hat{\beta}_{h,0}$	$\hat{\beta}_{h,1}$	$\hat{\beta}_{h,2}$	$\hat{\beta}_{h,3}$	$\hat{\beta}_{h,4}$	$\hat{\beta}_{h,5}$	$\hat{\beta}_{h,6}$
Меньше 1 года	0	0.254	0.065	-1.878	2.312	0.041	2.033	0.325
от 1 до 2 лет	1	0.220	0.075	-2.265	1.971	0.029	2.005	0.255
от 2 до 3 лет	2	0.191	0.060	-1.977	2.176	0.025	1.973	0.285
от 3 до 4 лет	3	0.191	0.061	-2.268	1.885	0.025	1.963	0.287
от 4 до 5 лет	4	0.179	0.053	-2.616	1.554	0.025	1.951	0.291
от 5 до 6 лет	5	0.174	0.049	-2.557	1.436	0.027	1.822	0.269
от 6 до 7 лет	6	0.168	0.047	-2.762	1.395	0.026	1.992	0.287
от 7 до 8 лет	7	0.166	0.029	-2.397	0.732	0.050	0.123	0.148
от 8 до 9 лет	8	0.166	0.040	-1.819	0.484	0.039	0.153	0.141
больше 9 лет	≥ 9	0.137	0.026	-2.605	0.677	0.034	0.619	0.176

ный тип платежа, 1% — дифференцированный. 7.5% кредитов выданы в рамках государственных программ субсидирования ипотеки.

На графике 1 представлена визуализация модели досрочных погашений, оцененной по доступным на 01.02.2024 данным Ипотечного агента ДОМ.РФ. Описанного множества данных достаточно для того, чтобы с приемлемой точностью оценить S-кривые на каждый из первых 9 лет жизни ипотечного кредита, а также одну общую S-кривую на срок жизни после 9 лет. Со временем выдержанных кредитов на балансе Ипотечного агента ДОМ.РФ будет становиться больше, и количество S-кривых увеличится: будут рассчитываться S-кривые на 10-й, 11-й, 12-й год жизни кредита и т. д.

ИНТЕРПРЕТАЦИЯ S-КРИВЫХ

Каждая S-кривая задает ожидаемый CPR по кредиту в следующем месяце в зависимости от его стимула к рефинансированию и выдержки в текущем месяце. Например, если в настоящий момент у кредита с выдержкой 0.5 года стимул к рефинансированию составляет 4 п. п., то для расчета его ожидаемого CPR в следующем месяце необходимо применить первую S-кривую (верхнюю, наиболее темную, для выдержки меньше года): значение ожидаемого CPR по кредиту в следующем месяце составит 40% годовых.

В том случае, если проводится моделирование кредита, выданного более 10 лет назад, стимул к рефинансированию которого в текущий месяц также составляет 4 п. п., то для определения его ожидаемого CPR в следующем месяце необходимо применить последнюю S-кривую (нижнюю, наиболее светлую, для выдержки больше 9 лет). Ожидаемый CPR в следующем месяце по такому кредиту составит уже 17% годовых.

Снижение CPR при росте выдержки кредита на одном и том же стимуле к рефинансированию называется **эффектом выгорания** (от англ. burnout effect). Экономическая интерпретация эффекта заключается в том, что со временем заемщик становится менее восприимчивым к резкому изменению стимула к рефинансированию. Во-первых, доля процентов при аннуитетном платеже со временем падает. Во-вторых, инфляция и следующий за ней номинальный рост доходов при невозрастающем ежемесячном платеже снижают нагрузку на заемщика.

Модель не отделяет обычные кредиты от кредитов, выданных в рамках госпрограмм

субсидирования ипотеки, однако хорошо объясняет стабильно низкие уровни досрочных погашений у последних. Процентные ставки по субсидируемым кредитам, как правило, находятся в диапазоне от 3 до 7% годовых, в результате чего их стимул к рефинансированию обычно глубоко отрицательный¹. На графике видно, что с уменьшением стимула S-кривые практически сливаются в одну и стабилизируются на уровне CPR от 7 до 8% годовых, что полностью соответствует наблюдаемому CPR 8% годовых по кредитам с господдержкой. При таких значениях CPR почти полностью состоит из частичных досрочных погашений. Таким образом, модель можно применять для оценки денежных потоков по субсидируемым кредитам.

ПРИНЦИП ОЦЕНКИ S-КРИВЫХ²

На Графике 1 S-кривые изображаются на фоне гистограммы с накоплением³, визуализирующей объемы исторических остатков ОД по кредитам на балансе Ипотечного агента ДОМ.РФ, которые по состоянию на 01.02.2024 когда-либо имели стимул к рефинансированию s и выдержку h . Значения гистограммы отражены на правой оси графика, а цветовая гамма соответствует гамме S-кривых: чем больше выдержка, тем светлее сегмент гистограммы. Для удобства восприятия сегменты с выдержкой от четырех лет имеют одинаковый цвет.

Рассмотрим на примере, как устроена данная гистограмма. Допустим, у кредита i есть трехмесячная история, состоящая из трех платежей (см. таблицу 1). Независимо от того, было ли в тот или иной месяц частичное или полное досрочное погашение, остаток ОД на начало каждого из трех месяцев должен быть учтен в гистограмме. Остаток ОД на начало первого и второго месяца учтен в сегменте стимула

¹ Рефинансирование также возможно в рамках самих госпрограмм, однако оно не наблюдается в свете низкой волатильности ставки, по которой можно рефинансировать субсидируемый кредит, поэтому сделанное в тексте предположение о глубоко отрицательном стимуле, по сути, не противоречит действительности.

² Полный алгоритм расчета параметров β S-кривых выходит за рамки данной статьи. В том случае, если читатель заинтересован в его изучении, он может обратиться за деталями по почте: calculator.service@dom.rf.

³ То есть блоки гистограммы находятся друг на друге, а не друг за другом.

Месяц	s , п. п.	h , лет	Остаток ОД на начало месяца, руб.	Досрочное погашение за месяц
1	-1.5	2	1 000 000	нет досрочного погашения
2	-1.5	2	950 000	частичное погашение
3	1.0	3	600 000	полное погашение

Таблица 1
Пример исторических данных по ипотечному кредиту

-1.5 п. п. и выдержки 2 лет, а на начало третьего — в сегменте стимула 1 п. п. и выдержки 3 лет.

Таким образом, каждый кредит учтен в гистограмме столько раз, сколько по нему есть наблюдений в данных. Иными словами, данная гистограмма наглядно демонстрирует степень представленности в данных каждого стимула s и каждой выдержки h . Так, например, статистическая значимость формы S-кривых на участке стимулов от 0 до 2 п. п. несравнимо выше, чем на участке стимулов от 6 до 8 п. п. Обратите внимание, что объем остатков ОД по кредитам с выдержкой меньше 1 года меньше, чем объем остатков ОД по кредитам с выдержкой от 1 до 2 лет. Как уже было отмечено, истории по кредитам цензурированы слева: на баланс Ипотечного агента ДОМ.РФ кредиты передаются со средней выдержкой 1.6 лет.

Итак, каждый блок гистограммы является общей суммой всех остатков ОД, на которые когда-либо приходились стимулы к рефинансированию s и выдержка h . По такому же принципу можно рассчитать общие суммы погашений по графику, частичных и полных досрочных погашений, которые когда-либо приходились на эти остатки ОД. На основе общих сумм досрочных погашений и общих сумм остатков ОД рассчитываются исторические CPR для каждого стимула s на выдержке h (по аналогии с формулой CPR в начале статьи).

На Графике 2 в качестве примера точки показаны значения исторических CPR для выдержки h от 3 до 4 лет по данным на 01.02.2024. Именно на их основе с помощью математических методов оценивается форма S-кривой для выдержки от 3 до 4 лет, изображенная на графике сплошной линией. Цветом на гистограм-

График 2. Значения исторических CPR для выдержки от 3 до 4 лет и оцененная на них S-кривая (по данным на 01.02.2024)

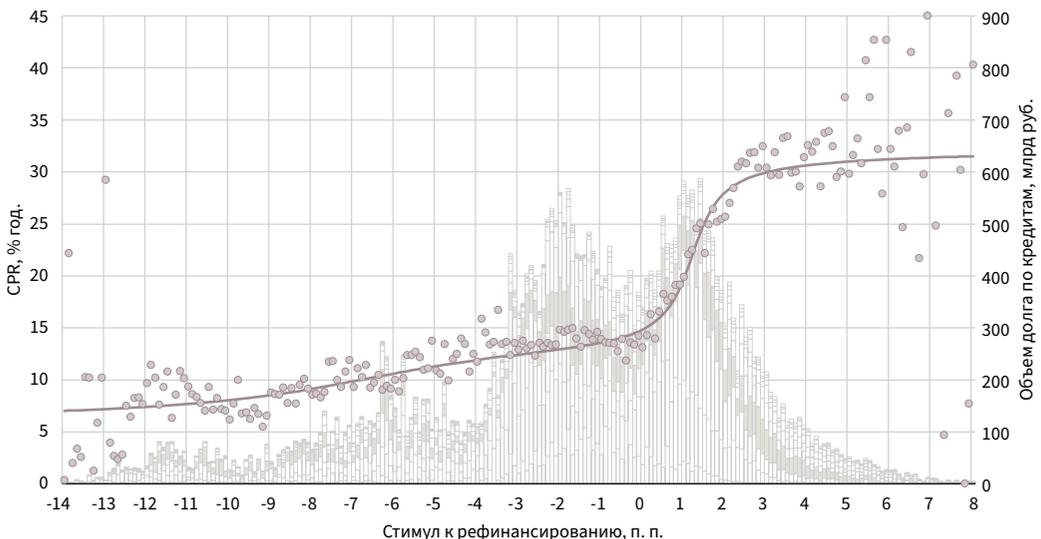
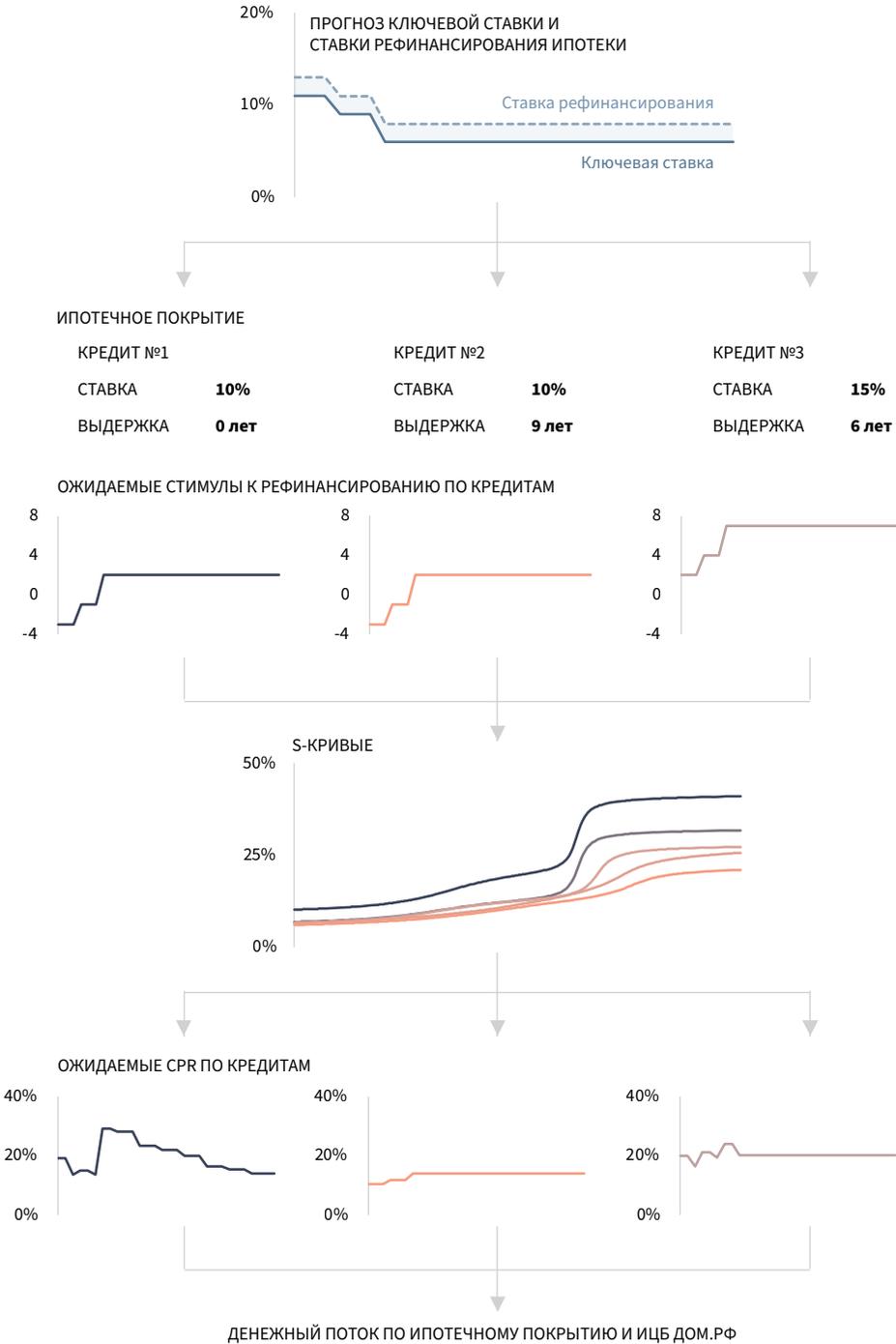


Схема 2. Алгоритм моделирования денежного потока по ИЦБ ДОМ.РФ



ме выделен массив данных по остаткам ОД, которые наблюдались на выдержке от 3 до 4 лет. Данная процедура проводится для каждой из оцениваемых S-кривых.

ПРИМЕНЕНИЕ МОДЕЛИ

Описанная модель может быть применена во многих областях финансов, где необходим расчет ожидаемых денежных потоков по ипотечным кредитам. Рассмотрим один из возможных алгоритмов ее применения для расчета ожидаемых денежных потоков по ИЦБ ДОМ.РФ (см. Схему 2).

1. Сформировать ежемесячный прогноз Ключевой ставки ЦБ РФ (например, на основе котировок процентных свопов на Ключевую ставку, ожиданий Банка России или собственного экспертного мнения).

2. Используя ту или иную форму зависимости ставки рефинансирования ипотеки от Ключевой ставки, определить на основе п. 1 ежемесячный прогноз ставки рефинансирования ипотеки.

3. Рассчитать ежемесячный прогноз стимулов к рефинансированию для каждого кредита в ипотечном покрытии, вычтя из текущей ставки кредита каждое значение прогноза ставки рефинансирования из п. 2. Для каждого ожидаемого стимула каждого кредита рассчитать выдержку кредита в годах, на которой этот стимул возникнет.

4. На основе прогноза стимулов к рефинансированию и соответствующих им значений выдержки рассчитать по S-кривым ожидаемые значения CPR на каждый месяц жизни каждого кредита.

5. Рассчитать денежный поток по каждому кредиту с учетом ожидаемых CPR.

6. Сложить ожидаемые денежные потоки по кредитам в денежный поток по ипотечному покрытию.

7. Сформировать денежный поток по ИЦБ ДОМ.РФ на основе денежного потока по ипотечному покрытию и параметров выпуска, описанных в эмиссионной документации.

ЛИДЕР НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ*

**10 ВЫПУСКОВ ИПОТЕЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
В РАМКАХ ПРОГРАММЫ ДОМ.РФ
НА СУММУ 1 ТРЛН РУБ.**



ВТБ

Два выпуска объемом 20 млрд руб.
в рамках программы секьюритизации
потребительских кредитов Банка ВТБ
на 100 млрд руб.

2023



ВТБ

Два выпуска ипотечных облигаций
с поручительством ДОМ.РФ объемом
160 млрд руб., в том числе обеспеченные
кредитами, выданными Банком
по программам «семейная ипотека»
и «льготная ипотека»

2023

8 800 100 24 24 / VTB.RU

БАНК ВТБ (ПАО), ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 1000

* На основании публичных данных по объему выпусков в рамках программы ДОМ.РФ на 01.03.2024



Сергей ГОРДЕЙКО,
кандидат технических
наук, главный эксперт,
ООО «РУСИПОТЕКА»

Перспективы формирования кредитного портфеля в 2024 году

ВВЕДЕНИЕ

С 2020 года ипотечное кредитование развивается под непрерывным воздействием внешних факторов, постоянно меняющихся характеристики выдаваемых кредитов. Среди выданных кредитов за три года выросла доля кредитов с низкой ставкой кредитования, не обеспечивающих рыночную доходность для выпуска ипотечных ценных бумаг.

В статье исследованы тенденции 2023 года и начала 2024 года, которые позволяют в основном подтвердить выводы, сделанные в предыдущих исследованиях.

По итогам 2020 года отмечено [1], что рост общего объема ипотечного кредитования, увеличение профессионализма ипотечных кредиторов должны приводить к скачкообразному росту выпуска ИЦБ. В то же время такой потенциал не реализуется за счет сложившейся структуры и особенностей ипотечного бизнеса.

По итогам 2022 года было определено [2], что в ипотечном кредитовании сохраняется высокая зависимость от различных программ с нерыночной ставкой. Низкая процентная доходность по таким кредитам не является привлекательной для инвесторов. Социально-экономическое положение и продолжающееся действие льготных программ не способствуют структурным изменениям в кредитном портфеле.

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ В 2023 ГОДУ

В прошедшем 2023 году можно выделить следующие особенности.

Во-первых, как и в 2022 году, очевидно влияние льготного кредитования, определяющего как и средневзвешенные ставки по выданным кредитам, так и повышенную долю кредитов на приобретение новостроек (таблица 1, рисунок 1).

Таблица 1
Структура выдачи
ипотечных кредитов

Источники:
Банк России, АО ДОМ.РФ

Примечание:
госпрограммы —
льготная, семейная,
дальневосточная, ИТ

Вид ипотечного кредита	Кредиты в 2022 году	Кредиты в 2023 году	Кредиты в ноябре 2023 года
Всего кредитов, шт.	1 327 292	2 036 064	189 084
Кредиты на приобретение новостроек, шт.	409 879	684 147	76 790
Доля кредитов на приобретение новостроек, %	31	34	41
Кредиты по госпрограммам, шт.	503 630	920 120	100 714
Доля госпрограмм от всех кредитов, %	38	45	53

Ноябрь 2023 года приведен как пример пикового месяца с высокой долей льготных кредитов.

На Рисунке 1 видно, что скачкообразное увеличение ключевой ставки Банка России не приводит к резкому изменению средневзвешенных ставок.

Во-вторых, несмотря на продолжительный период роста ключевой ставки и разнообразие действия Банка России по охлаждению ипотечного кредитования, в 2023 году произошел существенный прирост выданных кредитов:

- количество всех выданных кредитов выросло на 53%;
- количество выданных кредитов по четырем госпрограммам выросло на 83%;
- количество выданных кредитов без учета четырех госпрограмм выросло на 41%.

В денежном выражении рост даже выше на 5–10 п. п. в каждой позиции.

Рыночные программы выросли на максимальную величину за последние 10 лет.

Указанный результат дает хорошие перспективы для формирования потенциально подходящего для секьюритизации портфеля кредитов.

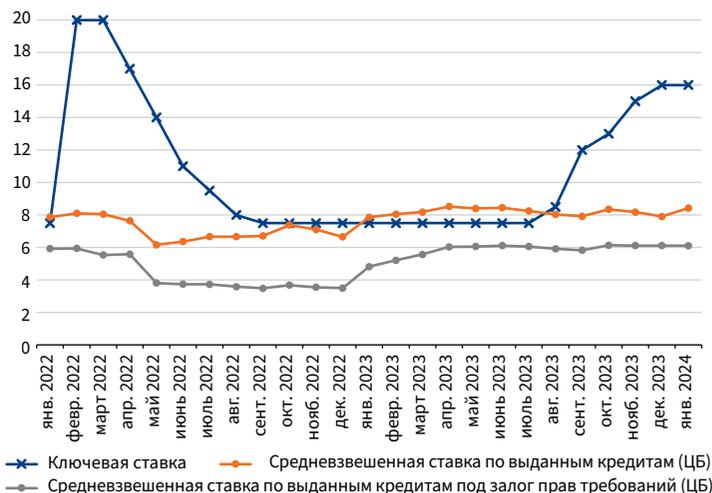
ПЕРСПЕКТИВЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ В 2024 ГОДУ

На ипотечное кредитование в начавшемся году будут влиять два основных фактора:

- момент начала снижения ключевой ставки;
- точные параметры изменения условий программ льготного ипотечного кредитования.

Можно предположить, что до конца июня кредитование будет в равновесном состоянии с большой долей кредитов

Рисунок 1
Средневзвешенные ставки по выданным кредитам и ключевая ставка
Источник: ЦБ РФ



Начало роста ключевой ставки	Возврат к прежнему значению	Дней	Ключевая ставка до повышения, %	Максимум ключевой ставки, %	Скачок ключевой ставки, п. п.
23.12.2014	04.05.2017	863	7.5	17	9.5
28.02.2022	14.06.2022	106	10.5	20	9.5
24.07.2023	???	250			
на настоящее время	7.5	16	8.5		

Таблица 2

Продолжительность высокой ключевой ставки

Источник: расчеты автора

на приобретение новостроек не меньше 40% и долей льготных программ не меньше 50%.

В январе — марте банки неоднократно меняли условия работы по льготным программам с целью сохранения рентабельности такого кредитования для банков. Причиной определенной нервозности послужило уменьшение размера компенсации, получаемой банками за кредитование по ставкам льготных программ, произошедшее в декабре 2023 года практически одновременно с увеличением ключевой ставки до 16%.

Указанные обстоятельства приведут к некоторому уменьшению объемов кредитования по сравнению с предыдущим годом.

Перспективы изменения условий госпрограмм, исходя из имеющихся на данный момент сведений, можно спрогнозировать следующим образом:

- дифференциация условий, адресность и усложнение применения;
- сокращение доли льготного кредитования в годовом исчислении с пиковых 45% до 20–25%, в новостройках влияние льготного кредитования сократится с 90 до 50%.

Насколько такая перестройка станет болезненной для участников рынка ипотечного кредитования, будет определяться изменением тренда роста ставок на тренд снижения ставок.

На основании анализа предыдущих кризисов была определена [3] продолжительность возвращения к прежним ставкам (Таблица 2).

Момент начала тренда снижения ставок можно только прогнозировать (Таблица 3).

Описанные выше изменения приведут к корректировке линейки кредитных продуктов, в которых объединятся цикличные изменения, связанные с выходом из кризиса, и постоянные тенденции [3]. Отметим три основные корректировки.

Во-первых, рост популярности индивидуального жилищного строительства. Доля ИЖС в общем объеме ипотечного кредитования уже оценивается в 10% и может вырасти в перспективе в два раза. В результате кредитный портфель банков будет интенсивно прирастать кредитами, обеспеченными земельными участками и жилыми домами.

Во-вторых, снижение ставок кредитования запустит отлаженный ранее механизм рафинирования ипотечных кредитов. В предыдущий пик популярности такое кредитование занимало 10–12% в годовом исчислении, а в отдельные месяцы были зафиксированы более высокие результаты. На неизбежное возрождение программ рефинансирования будет влиять значительное количество льготных кредитов с низкой ставкой, выданных начиная с 2020 года. Одновременно с этим отметим, что в рекордный рост 2023 года включены свыше 1.1 млн ипотечных кредитов, выданных на рыночных условиях.

В-третьих, снижение ставок кредитования приведет к восстановлению баланса между кредитованием первичного и вторичного рынка недвижимости, когда доля кредитования новостроек не превышает

Прогноз	Начало снижения ключевой ставки	Выход ключевой ставки на уровень 10%	Возврат ключевой ставки на уровень 7.5%
Оптимистичный	1.07.2024	15.05.2025	15.12.2025
Осторожный	1.09.2024	15.07.2025	15.02.2026

Таблица 3

Прогнозы уменьшения ставки кредитования

Источник: расчеты автора

30%. В свою очередь, это приведет к быстрому росту кредитования вторичной недвижимости.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ипотечное кредитование показало свою устойчивость к различным факторам и высокий спрос заемщиков.

Результаты 2024 года будут зависеть от множества факторов, из которых были упомянуты льготные программы и ставки кредитования. В отдельные периоды 2024 года может произойти снижение объемов кредитования. В пессимистичной оценке такое снижение может достичь 30%.

Опыт всех предыдущих кризисов показал, что восстановление объемов

кредитования произойдет достаточно быстро.

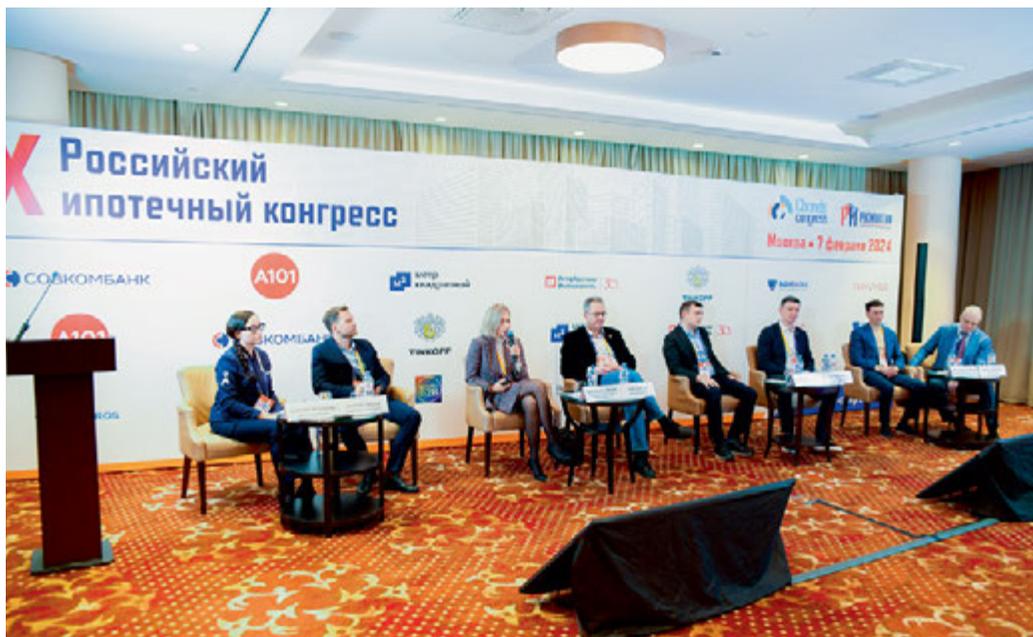
Главный итог заключается в том, что кредитный портфель продолжит свой рост.

Литература

1. Гордейко С. Г. Парадоксальные перспективы секьюритизации ипотечных кредитов // Энциклопедия российской секьюритизации. СПб., 2021. С. 85–87.

2. Гордейко С. Г. Отложенная рыночная секьюритизация // Энциклопедия российской секьюритизации. СПб., 2023. С. 16–19.

3. Гордейко С. Г. Как текущий кризис влияет на ипотечное кредитование: пять тенденций // Банковское кредитование. 2024. №1 (113). С. 18–29.



Заменят ли «биороботы» людей?

В начале февраля в Москве прошел X Российский ипотечный конгресс, на котором представители ведущих банков, застройщиков, рейтинговых агентств и профильных ассоциаций обсуждали итоги прошедшего года и перспективы ипотечного бизнеса. В рамках конгресса состоялось заседание круглого стола, посвященного проблемам, главным трендам и перспективам развития цифровизации ипотеки. В данном материале мы представили мнения экспертов по самым актуальным, а порой и острым вопросам, связанным с ипотечной цифровизацией.

Александр ШУРАНОВ,
президент, Подольская гильдия риэлторов:

— Человек покупает квартиру один или два раза в жизни. А теперь представьте себе: этот человек приходит,

и ему рассказывают о том, как прекрасно устроены все эти цифровые сервисы... А человеку все равно! Он способен и руками собрать любые документы, отнести их куда нужно, подождать две недели. Цифровизация важна нам, мы хотим упростить жизнь себе.

Конечно, все идет к тому, что все будет просто: все будет быстро регистрироваться, быстро подписываться, все сервисы будут прекрасно выстроены, тут других вариантов нет. Но дальше возникает вопрос: а насколько быстро риелторы подхватят это?

Вот наши дети выросли уже с телефонами, и они не знают, как это — отдельный калькулятор. Они просто не понимают, как можно иметь отдельную какую-то коробочку для расчета. Вот здесь такая же история. Если я привык в «Вотсапе» общаться с конкретным менеджером, я его

знаю, я напишу ему и улыбнусь, потому что он мой смайлик там увидит. Зачем мне лезть куда-то, где малопонятные люди, а то и биороботы (очень жизнерадостные, но биороботы) будут со мной взаимодействовать? Поэтому я пойду привычным путем, пока нас уже принудительно не заставят: «У тебя нет других вариантов...»

Наталья САВВИНА,

директор по продажам, экосистема
недвижимости «Метр квадратный»:

— На самом деле, я частично подерживаю то, о чем говорит Александр. Мы действительно как IT-платформа делаем свои продукты для профессионалов. На вторичке 80% сделок проходят с риелтором, ведь человек самостоятельно не может ни риски оценить, ни подготовиться, такая сделка правда часто бывает один раз в жизни, и кто-то должен с этим помочь.

Мы посмотрели: только в прошлом году банки 250 раз меняли различные условия по ипотеке. Ни один риелтор не в состоянии разобраться в этом постоянно меняющемся океане новшеств и изменений. Поэтому мы себя позиционируем как платформа, которая помогает профессиональному участнику знать, в каком банке стоит посоветовать клиенту взять ипотеку.

Максим ЕРШОВ,

управляющий партнер,
«Цифровые продажи»:

— Цифровой сервис, платформа, какими бы они ни были, позволяют в том числе риелтору увидеть картину целиком. Если у этого риелтора есть один, два или три знакомых менеджера в банках, это не значит, что он владеет картиной одобрения по выдаче за последний месяц. Как раз таки любая цифровая платформа призвана показать статистику за месяц, показать срок одобрения, в том числе в часах, процент одобрения и отказов, какие-то другие нюансы, которые важны, как мне кажется, любому риелтору.

Теперь про биороботов и людей. Действительно, в детстве какие-то фильмы типа «Терминатора» казались далекой фантастикой, сейчас интеграции банков спорят с классическим почтовым каналом

и выигрывают по скорости одобрения. Но это не означает, что у клиента нет возможности отправить заявку конкретному менеджеру, которого мы завели в систему для обращения в банк. Если нашим клиентам удобно писать или отправлять заявки конкретному менеджеру в конкретном регионе, в конкретном отделении, в конкретном банке, то это можно настроить. Если клиенту нужно получить одобрение, то такая заявка уйдет в интеграцию, и по рядовой заявке риелтор получит ответ в течение двух часов. По некоторым банкам удается выдать финальное одобрение в течение 15 минут.

Алексей ЧАПИК,

исполнительный директор по работе
с рынком первичного жилья дивизиона
«Домклик», Сбербанк России:

— Я тоже соглашусь с Александром в том, что клиенту для его бесшовного клиентского пути неважно, как пройдет сделка. Для клиента важнее меньшие затраты. Все эти трансформации, цифровизации в первую очередь нужны игрокам рынка недвижимости: это застройщики, агентства недвижимости, страховые компании, партнеры, которые в этой цепочке участвуют.

С учетом всех этих «американских горок», которые происходили по итогам 2023 года, мы действительно могли бы просто их не переварить, если бы не подумали о каких-то этапах прохождения этого пути два-три года назад. Все эти изменения в программах, спецпрограммах, которые делают застройщики с банками, запомнить невозможно, здесь действительно нужен помощник, который правильно тебе подскажет, какое решение будет лучшим для клиента, чтобы клиент мог доверять тебе как агенту и как профессиональному участнику твоей сделки.

Сергей БАБИН,

начальник управления ипотечного
кредитования, Банк ВТБ:

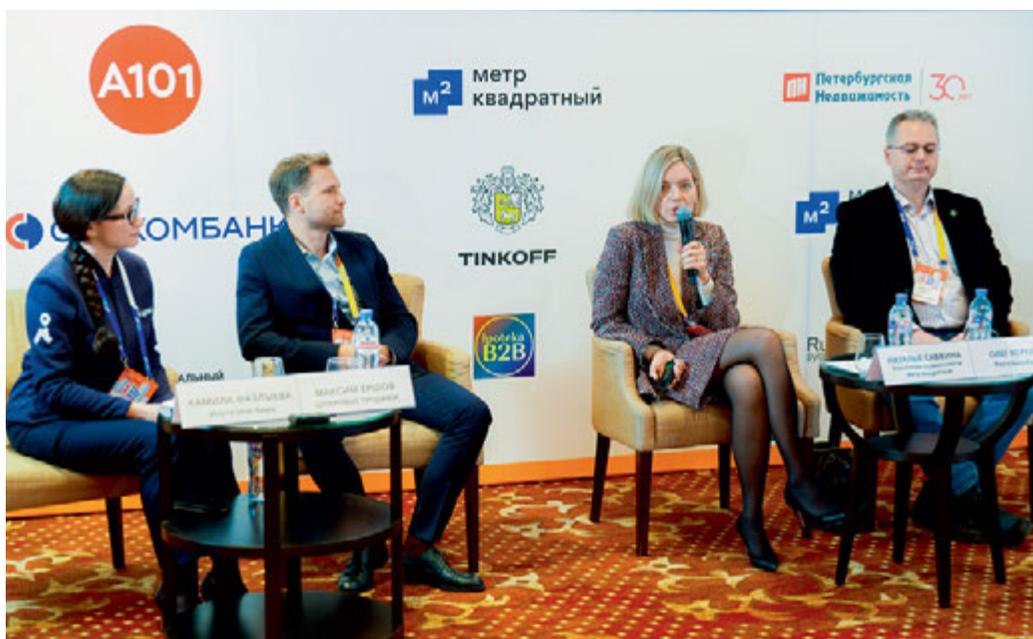
— А я не соглашусь с тем, что клиентам все равно, сколько полей в анкете заполнять и сколько времени на это потратить, если ставка будет хорошей. Для примера можете попробовать взять потребительский кредит в банках из первой тройки.

У вас уйдет на это несколько минут и несколько кликов, особенно если вы — клиент этого банка. А потом попробуйте в другом банке, где вы не являетесь зарплатным клиентом. Вы с менеджером будете заполнять анкету по телефону, у вас будут спрашивать «адрес места работы, телефон вашего руководителя, дату вашего рождения...» и массу другой информации. У вас уйдет колоссальное количество времени и усилий, вы устанете этим заниматься. Поэтому клиентский опыт, при котором благодаря цифровизации, интеграции с «Госуслугами» все необходимые данные уже предзаполнены и вы получаете одобрение с конкретным лимитом в течение трех-четырех минут, это, конечно, благо, и это существенное конкурентное преимущество.

Вопрос в том, что клиенты разные и сегменты разные. Есть категории клиентов, которые обладают более высоким уровнем финансовой грамотности и цифровыми навыками, есть люди, которые действительно приобретают один-два раза в жизни квартиру и на сделку приходят с кнопчным телефоном, и, конечно, для них это огромный стресс, для них важ-

но, чтобы у них был человек в лице риелтора, который является экспертом, которому они доверяют, важно, чтобы перед ними сидел банковский менеджер, который может подробнее ответить на любые вопросы, связанные со сделкой и ее сопровождением, — все это дает таким клиентам спокойствие и уверенность в успехе. Вплоть до того, что я в реальной практике наблюдал несколько случаев, когда люди просили вместе с ними перед сделкой помолиться — я не шучу, и имею в виду молитву в буквальном смысле слова.

Сейчас мы проходим путь трансформации. У нас рынок уже очень существенно изменился, и с точки зрения автоматизации и цифровизации Россия находится если не на первом месте, то в числе лидеров. Давайте вспомним, сколько лет и какое количество технологических и рыночных изменений прошли с момента, когда нас заставляли получать зарплатную карту и мы снимали зарплату в банкомате полностью в день ее получения, до сегодняшнего состояния сейчас, когда у нас 90% с лишним всех операций происходит вообще без кэша. Это огромная цифровая трансформация.



Таким же образом будет двигаться и рынок недвижимости. Поэтому все, что сейчас уже внедрено и внедряется, это благо для клиента, это экономия времени, это повышение прозрачности. И конечно, это дополнительные возможности повышения объемов для всех участников рынка — и для риелторов, и для застройщиков, и для банков.

Но очень важно, чтобы цифровизация не приводила к понятию «биоробот». Это очень сложная задача, которая стоит перед банками и перед менеджерами, которые реализуют эти процессы, потому что цифровизация неизбежно приводит к снижению уровня компетенций. Недостаток же цифровизации, как правило, компенсируется профессионализмом конкретных менеджеров и людей. Поэтому очень важная и очень амбициозная задача — достичь высокого уровня цифровизации и сохранить при этом высокий уровень компетенций, эмпатии и клиентоцентричности.

Сергей ГОРДЕЙКО,

разработчик ипотечной платформы Ipoteka. Global, главный эксперт, РУСИПОТЕКА:

— В принципе, все, кто работает в банках и на платформах, подтвердят, что всем хотелось бы, чтобы риелторы или брокеры, которые непосредственно контактируют с клиентами, вели их или на платформы, или в банки. Этот постулат даже не стоит обсуждать, потому что именно в ипотечном кредитовании, в отличие от других банковских продуктов (кроме авто, где 100% продаж, наверное, являются партнерскими), доля партнерских продаж крайне велика. В чем заключается нюанс? За последние полгода на рынке пошли интенсивные изменения. Банки под давлением регулятора стали стараться как можно чаще подтверждать доходы и, естественно, облегчать свою жизнь в виде конвейера. Что это значит на практике? Тянуться к заемщику различными цифровыми способами, чтобы ускорить одобрение.

Приведу примеры, знакомые нам по рынку: это раздача всевозможных QR-кодов, по которым заемщик может сразу получить одобрение заявки либо отправить запрос в «Госуслуги» или в ПФ

и так далее. Результаты, которые банк получает, он очень быстро обрабатывает и тут же откидывает заемщику в виде какого-то решения — предварительного или окончательного. То есть благодаря такой цифровой истории физическое лицо, заемщик, пришедший по партнерскому каналу, очень быстро получает ответ. Цифровой запрос — цифровой ответ. А продажи у нас были партнерские, и за редким-редким исключением партнер о том, что это действие произошло, не знает и узнает об этом в лучшем случае от заемщика либо сотрудника банка, с опозданием или вообще никогда. У некоторых банков в личных кабинетах отражается, что произошло подтверждение, но это скорее исключение. Мы знаем и конкретные прецеденты, когда эта классическая цепочка партнерской продажи B2B нарушается одновременным общением B2C.

Олег КОРКИН,

заместитель директора департамента розничного бизнеса, Россельхозбанк:

— Возможно, это были какие-то недоработки со стороны банков. Мы на своих платформах одновременно информируем как клиента, так и партнера, если партнер пользуется личным кабинетом партнера. Это абсолютно нормальная история.

Честная цифровизация должна однозначно информировать обе стороны сделки. Мы, наоборот, считаем, что партнеры — риелторы, застройщики — должны участвовать в процессе, и результат проведения сделки напрямую от них зависит.

Не у всех клиентов есть учетные записи на «Госуслугах» — вот это пока проблема. К сожалению, в сельских районах очень часто встречаются кнопочные телефоны, и люди просто нам не могут подтвердить свой профиль. В таких случаях мы вынуждены работать с бумажными документами. Но если у клиента нет цифрового профиля, он получает доходы не по форме 2-НДФЛ, он их спокойно может взять у себя в организации и принести банку. Нормальная история. Даже не нужно нести ножками, можно загрузить в систему.

Алексей ЧАПИК,
исполнительный директор по работе
с рынком первичного жилья дивизиона
«Домклик», Сбербанк России:

— Мы очень тщательно смотрим и анализируем, по каким каналам приходят заявки, и по партнерскому каналу у нас приходит около 35–40% ежемесячно. Львиная доля, более 60%, это канал «ДомКлик»: заявку можно подать на сайте либо в любом филиале Сбербанка через менеджера. В любом канале наша задача и мотивация заключаются в том, чтобы клиенты, которые дошли до канала B2C или B2B, остались со Сбербанком, подали заявку и сконвертировались в сделку.

Мы хотим сделать так, чтобы комфортно было всем участникам, в том числе и клиентам, и партнерам. Если партнеры просят нас что-то сделать, чтобы им было удобнее, чтобы они быстрее выходили на сделку, мы, естественно, это делаем.

Максим ЕРШОВ,
управляющий партнер,
«Цифровые продажи»:

— У любого цифрового сервиса есть руки «под капотом», «мясной бэкэнд», как мы его называем, поэтому в моменте все цифровые сервисы имеют ручной flow. Если клиент не заходит, скажем так, в зеленый коридор, решение не принимается автоматически, он попадает к людям, которые вручную скорят через сайт «Дом.рф» наличие или отсутствие льготных программ. Но рынку надо стремиться к тому, чтобы зеленый коридор расширялся, а ручной привод таких заявок давал максимальную скорость.

Сергей БАБИН,
начальник управления ипотечного
кредитования, Банк ВТБ:

— То, что банки стали просить подтверждение дохода, не связано с тем, что банки пытаются как-то повлиять на партнеров или отодвинуть их. Это напрямую связано с действиями регулятора

и с так называемыми макропруденциальными надбавками, которые появились с 1 октября: это повышенные коэффициенты риска клиентам, которые имеют высокую долговую нагрузку. Из-за этих решений мы с вами откатываемся примерно на несколько лет назад, потому что, например, у нас в ВТБ около 70–75% клиентов получали одобрение без подтверждения дохода, по двум документам, а сейчас мы имеем по этим клиентам очень высокий уровень риска. Как можно большую долю клиентов теперь стараются одобрять с реальным подтверждением дохода по 2-НДФЛ, «Госуслугам» либо справкой по форме банка. Поэтому у нас появляются дополнительные поля — просьба принести справку в банк либо идентифицироваться через «Госуслуги», вот к чему мы пришли. Идентификация, заполнение данных через «Госуслуги» либо справкой очень сильно режут воронку. Примерно 50% клиентов, когда их просят авторизоваться на «Госуслугах», не могут этого сделать — не помнят пароль, или для них эта процедура сложна.

Теперь по поводу взаимодействия с партнерами, конкретно про Банк ВТБ. У нас в прошлом году доля партнерских заявок была примерно 70%, сейчас эта доля составляет около 60%. Партнеры — это основополагающий, базовый канал нашей работы. Когда мы принимаем какие-то решения, выбираем модели работы, мы в первую очередь учитываем интересы партнера. Я бы так сказал, что основа нашей ипотеки — это B2B2C. Ровно по такой же идеологии выстроено взаимодействие с ключевым партнером — компанией «Метр квадратный». Поэтому мы очень аккуратно и осторожно относимся к любому рода информированиям, взаимодействиям с клиентом и ни в коем случае не допускаем, чтобы партнер был не проинформирован, оставался в стороне или какие-то процессы происходили без его ведома, когда клиент уже что-то знает, а партнер — нет.



Рынок секьюритизации альтернативных классов активов

Партнер рубрики:



По результатам 2023 года можно констатировать, что сделки классической многотраншевой секьюритизации продолжают носить штучный характер. В связи с ростом ключевой ставки и рыночных доходностей ряд проектов был перенесен на 2024 год. Одновременно Совкомбанком было закрыто несколько клубных сделок по выпуску облигаций, обеспеченных просроченной задолженностью, а также сделка классической многотраншевой секьюритизации портфеля нецелевых потребительских кредитов под залог недвижимого имущества.

При этом очевидно, что инструменты секьюритизации должны являться существенным источником долгосрочного финансирования. Причиной и вместе с тем следствием слабости рынка является, с одной стороны, системная недооценка потенциала непопечной секьюритизации и роли, которую такие инструменты могли бы сыграть в поддержании экономического роста, и с другой стороны, давняя проблема избыточной зарегулированности данного сегмента рынка, которая продолжается с кризиса 2008 года.

При этом в мировой практике такие облигации занимают существенную долю рынка, их кредитное качество не было затронуто кризисом 2008 года, и их наличие свидетельствует о развитости финансовой системы. Старшие транши таких выпусков по большей части имеют наивысший кредитный рейтинг (на уровне суверенного), что ставит их по надежности в один ряд с облигациями эмитентов первого эшелона и государственными облигациями. Одновременно с этим при должном структурировании они способны давать более высокую доходность, имеют в структуре дополнительные меры усиления кредитного качества, такие как субординация траншей, обязательное удержание риска оригинатором, защищенность эмитента от несогласованного владельцами облигаций банкротства, наличие резервных фондов и многие другие, не свойственные классическим ванильным выпускам. К сожалению, долгие годы регулирование таких инструментов носило фактически заградительный для их развития характер, в законе до сих пор содержатся нормы, ограничивающие ликвидность таких инструментов, делающие их выпуск невыгодным как для организаторов, так и для инвесторов. Вместе с тем очевидно, что такие инструменты являются первоклассным средством привлечения «длинного» фондирования в экономику и распределения рисков, при этом по надежности не уступающим классическим инструментам.

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 прямо влияет на групповые лимиты и создает дополнительные угрозы концентрации.



Андрей КОРОЛЕВ,
исполнительный
директор департамента
рынков капитала,
Совкомбанк

В силу складывающихся геополитических особенностей не все крупные компании раскрывают отчетность, что осложняет проведение инвестиционного анализа. Одно из последствий перечисленных явлений — 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) при высокой доходности в сравнении с классическими ванильными инструментами с аналогичным уровнем кредитного рейтинга и качества.

Как банк-организатор мы видим запрос участников рынка на создание равных рыночных возможностей для разных классов инструментов неипотечной секьюритизации. Необходимо гармонизировать регулирование и не допускать регуляторной дискриминации инструментов секьюритизации по отношению к ценным бумагам институтов развития и корпоративным облигациям.

При этом необходимо отметить, что ограниченный круг инвесторов в такие инструменты вызван зачастую отсутствием необходимых компетенций, низкой осведомленностью о сути и структуре таких бумаг, встроенных в инструменты секьюритизации механизма 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.

Необходимо плотное взаимодействие и консолидация усилий всех участников рынка, включая регулятора, направленных на устранение регуляторного дисбаланса, популяризацию инструментов секьюритизации для последовательного встраивания их в экономическую систему.

При этом хочется отметить намечающуюся положительную динамику регуляторных изменений, затрагивающих данную отрасль в части снижения требований к удержанию рисков оригинаторами неипотечных сделок. Эта инициатива должна стать первым шагом к гармонизации регулирования инструментов ипотечной и неипотечной секьюритизации. Снижение требования к обязательному удержанию риска позволит учесть особенности рефинансируемых активов при структурировании сделок секьюритизации, делая сделки с высококачественными активами более привлекательными для эмитентов.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ,
независимый эксперт

Признание прекратить нельзя оставить ...где поставим запятую?¹

Актуальные вопросы учета по МСФО сделок секьюритизации

Практика российской секьюритизации насчитывает уже добрый десяток лет и множество сделок. Можно смело сказать, что сложились определенные каноны или основные признаки, общие для всех сделок. К сожалению, для originаторов сделок секьюритизации, прежде всего банков, учет последствий таких сделок по МСФО не приводит к результатам, которые подразумевались инициаторами. В первую очередь это касается вопроса разгрузки капитала.

Так, существующая практика учета последствий сделок секьюритизации часто предполагает консолидацию спецюрлица (ипотечного агента или СФО) в группу банка-оригинатора. Кроме того, уступка портфеля в сделке зачастую не приводит

к прекращению признания его на балансе банка-оригинатора.

Данная статья призвана проанализировать обоснованность вышеупомянутого подхода. Начнем с анализа вопроса консолидации спецюрлица (ИА или СФО). Параграф 3.2. МСФО 9 начинается с темы консолидации всех дочерних компаний с последующим анализом прекращения признания финансового актива.

Обратимся к IFRS 10. Несколько замечаний по терминологии МСФО 10.

П. 2. To meet the objective in paragraph 1, this IFRS requires

(a) an entity (the parent) that controls one or more other entities (subsidiaries) to present consolidated financial statements

¹ Данная статья отражает личное мнение автора.

Речь об entities, находящихся в отношениях parent / subsidiary, то есть самого широкого круга юридических лиц, включая спецюрлица, но без выделения отдельных подходов для так называемого SPE — special purpose entities / спецюрлица. Характерно, что МСФО 10 в отличие от предшествующего свода правил — SIC-12 не выделяет отдельно и не определяет спецюрлица. В IFRS 12 есть определение так называемых structured entities:

Structured Entity (IFRS 12 Appendix A)
An entity that has been designed so that voting or similar rights are not the dominant factor in deciding who controls the entity, such as when any voting rights relate to administrative tasks only and the relevant activities are directed by means of contractual arrangements.

Однако уже в п. 2(с) речь идет о лицах investor / investee (инвестор / инвестируемый):

(c) sets out how to apply the principle of control to identify whether an investor controls an investee and therefore must consolidate the investee.

Более того, на протяжении всего дальнейшего МСФО 10 речь идет именно об отношениях инвестор — инвестируемый.

Для целей данной статьи эти два момента — очень важный косвенный показатель того, что вся регуляторная база МСФО 10 задумывалась ее авторами не для регулирования вопроса консолидации ИА / СФО в сделках секьюритизации. По своей экономической сути, секьюритизация для originator является формой фондирования, то есть это пассивная операция, связанная с привлечением заемного капитала. Напомним, что в сделках секьюритизации спецюрлицо никоим образом — ни посредством прямого участия в капитале со стороны банка-оригинатора (что встречается исключительно редко), ни иным способом, в том числе посредством установления контроля (см. п. 5 МСФО 10), не является «инвестируемым» лицом. Прежде всего поэтому положения МСФО 10 не могут механически применяться для анализа необходимости консолидации ИА / СФО в группу банка-оригинатора.

Перейдем непосредственно к критериям консолидации.

Итак, п. 5 МСФО 10 гласит, что:

An investor, regardless of the nature of its involvement with an entity (the investee), shall determine whether it is a parent by assessing whether it controls the investee.

Контроль со стороны инвестора является основным критерием установления «материнского» характера отношения по отношению к «инвестируемому».

Далее п. 7 МСФО 10 определяет:

Thus, an investor controls an investee if and only if the investor has all the following:

(a) power over the investee (see paragraphs 10–14);

(b) exposure, or rights, to variable returns from its involvement with the investee (see paragraphs 15 and 16); and

(c) the ability to use its power over the investee to affect the amount of the investor's returns (see paragraphs 17 and 18).

Следует обратить внимание на условие **if and only if** (тогда и только тогда). Оно аналогично применяемому в математике критерию истинности теоремы или высказывания — «необходимо и достаточно». На практике это означает, что если хотя бы одно из условий не соблюдается, то контроль инвестора над инвестируемым не имеет места, а также что нет никаких иных критериев, соответствие которых дало бы контроль.

Следуя этому принципу, прежде всего в целях компактности аргумента, обратимся к п. 7(с), допустив, что права на переменный доход из п. 7(b) (variable returns) имеются из предоставленной в той или иной форме кредитной поддержки (субординированный займ или младший транш).

В типичных сделках секьюритизации в России банк-оригинатор (в терминологии МСФО — investor) после закрытия сделки секьюритизации не имеет никаких механизмов активно влиять на доходность субординированного инструмента. Это обеспечивается строгим следованием условиям выпуска, закрепленным в эмиссионной документации. С момента закрытия сделки все денежные потоки по ней распределяются в строгом соответствии с эмиссионной и договорной документацией. Любые изменения в такой документации возможны только с согласия владельцев облигаций, дей-

ствующих на основе решений собрания владельцев облигаций и, в определенных случаях, через представителя владельцев облигаций (ПВО). Даже в частном случае дефолта по облигациям у «инвестора» / оригинатора нет дискреции в реализации предмета залога по облигациям, а данное право принадлежит собранию владельцев облигаций и может быть им передано в пользу ПВО.

Ни в одной из известных мне сделок п. 7(с) не выполняется даже теоретически. В сделках со статичной структурой, то есть когда обеспечением облигаций служит конкретный кредитный портфель, его поведение не зависит от банка-оригинатора. Выкуп дефолтных требований возможен только как право, но не как обязанность банка-оригинатора. Замена требований, как правило, невозможна или строго регламентирована. В случаях с револьверной структурой, если банк вдруг решит продавать в СФО кредиты низкого качества, не отвечающие критериям пригодности, СФО («инвестируемый») имеет право отменить такие сделки.

Наконец, владельцы облигаций могут заменить сервисного агента, который во всех сделках секьюритизации в России является банком-оригинатором, в случае ненадлежащего исполнения им своих обязанностей.

Итак, вывод: в типичной сделке российской секьюритизации не выполняется как минимум один из критериев контроля, а значит, нет причин для консолидации ИА / СФО на баланс банка-оригинатора.

Теперь перейдем непосредственно к вопросу о прекращении признания финансового актива в сделке секьюритизации. Таким активом, как правило, является портфель кредитов.

Анализ вопроса о прекращении признания финансового актива следует начать с п. 3.1.1 МСФО 9:

An entity shall recognise a financial asset or a financial liability in its statement of financial position when, and only when, the entity becomes party to the contractual provisions of the instrument (see paragraphs B3.1.1 and B3.1.2). When an entity first recognises a financial asset, it shall classify it in accordance with paragraphs 4.1.1–4.1.5 and measure it

in accordance with paragraphs 5.1.1–5.1.3. When an entity first recognises a financial liability, it shall classify it in accordance with paragraphs 4.2.1 and 4.2.2 and measure it in accordance with paragraph 5.1.1

Итак, критерием признания финансового актива (или обязательства) являются закрепленные в отдельном контракте / контрактах обязательства в отношении данного актива.

Данный пункт очень важен и недаром вынесен в самое начало главы 3 МСФО 9. Он означает, что анализ признания / непризнания конкретного актива необходимо проводить именно на основе контрактных документов в отношении данного актива, а кроме того, что анализ таких документов достаточен, то есть никакие иные документы не нужны.

В отношении портфеля the entity (банк-оригинатор) и спецюрлицо (ИА или СФО) заключают договор купли-продажи. Следуя логике п. 3.1.1, именно условия данного контракта и возможные экономически связанные с данным контрактом иные документы (например, гарантия или поручительство со стороны оригинатора) являются определяющими в вопросе признания / непризнания актива.

Напомню, что практика российской секьюритизации знает три основных вида удержания риска оригинатором, предписанных законодательством:

- младший трансш;
- субординированный кредит или займ, предоставленный оригинатором;
- гарантия оригинатора.

В случае с младшим трансшем и субордом возникают два новых финансовых актива, в то время как в случае с гарантией актив по-прежнему один — кредитный портфель, и гарантия является комплиментарной по отношению к договору купли-продажи.

Итак, проанализируем, произошло ли прекращение признания по 3.2.3 — произошел ли трансфер в п. (b), так как, очевидно, п. (a) — «экспирация» не применим.

3.2.3. An entity shall derecognise a financial asset when, and only when:

- (a) *the contractual rights to the cash flows from the financial asset expire, or*
- (b) *it transfers the financial asset as set out in paragraphs 3.2.4 and 3.2.5 and the transfer*

qualifies for derecognition in accordance with paragraph 3.2.6

Смотрим 3.2.4: права получать денежный поток переданы п. (а), и оригинатор оставляет договорные права получать денежный поток, но берет обязательства выплачивать их «одному или нескольким получателям», в нашем случае одному — получателем денежного потока является СФО/ИА.

3.2.4. An entity transfers a financial asset if and only if, it either:

(a) transfers the contractual rights to receive the cash flows of the financial asset, or

(b) retains the contractual rights to receive the cash flows of the financial asset, but assumes a contractual obligation to pay the cash flows to one or more recipients in an arrangement that meets the conditions in paragraph 3.2.5

Помним о необходимости и достаточности контрактного закрепления данного обязательства в соответствии с п. 3.1.1 и смотрим сервисный договор между банком-оригинатором и СФО/ИА.

Итак, для нашего случая (b) — проверяем критерии п. 3.2.5:

3.2.5. When an entity retains the contractual rights to receive the cash flows of a financial asset (the 'original asset'), but assumes a contractual obligation to pay those cash flows to one or more entities (the 'eventual recipients'), the entity treats the transaction as a transfer of a financial asset if, and only if, all of the following three conditions are met.

(a) The entity has no obligation to pay amounts to the eventual recipients unless it collects equivalent amounts from the original asset. Short-term advances by the entity with the right of full recovery of the amount lent plus accrued interest at market rates do not violate this condition.

(b) The entity is prohibited by the terms of the transfer contract from selling or pledging the original asset other than as security to the eventual recipients for the obligation to pay them cash flows.

(c) The entity has an obligation to remit any cash flows it collects on behalf of the eventual recipients without material delay. In addition, the entity is not entitled to reinvest such cash flows, except for investments in cash or cash equivalents (as defined in IAS 7 Statement of Cash Flows) during the short settlement period

from the collection date to the date of required remittance to the eventual recipients, and interest earned on such investments is passed to the eventual recipients.

Все условия данного пункта соблюдены в типичной сделке секьюритизации.

Отдельно стоит отметить пункт (с) — он не относится к револьверной сделке, так как здесь entity — банк-оригинатор, который обязан (как правило, в соответствии с условиями договора сервиса) незамедлительно передавать все платежи в пользу ИА / СФО (eventual recipient).

Далее, п. 3.2.6 требует анализа, насколько риски и выгоды от актива переданы.

Важно: не забываем, что данный анализ должен ограничиваться анализом контракта купли-продажи актива (портфеля) и экономически связанными с ним контрактами в логике необходимости и достаточности п. 3.1.1.

3.2.6. When an entity transfers a financial asset (see paragraph 3.2.4), it shall evaluate the extent to which it retains the risks and rewards of ownership of the financial asset. In this case:

(a) if the entity transfers substantially all the risks and rewards of ownership of the financial asset, the entity shall derecognise the financial asset and recognise separately as assets or liabilities any rights and obligations created or retained in the transfer.

(b) if the entity retains substantially all the risks and rewards of ownership of the financial asset, the entity shall continue to recognise the financial asset.

(c) if the entity neither transfers nor retains substantially all the risks and rewards of ownership of the financial asset, the entity shall determine whether it has retained control of the financial asset. In this case:

(i) if the entity has not retained control, it shall derecognise the financial asset and recognise separately as assets or liabilities any rights and obligations created or retained in the transfer.

(ii) if the entity has retained control, it shall continue to recognise the financial asset to the extent of its continuing involvement in the financial asset (see paragraph 3.2.16)

В случае отсутствия гарантии по убыткам передаваемому портфелю имеем соответствие п. (а). Следовательно, даль-

нейший анализ должен быть прекращен, и банк-оригинатор обязан прекратить признание актива.

Действующая практика аудиторов зачастую предписывает продолжить анализ исходя из того, выкуплен ли банком-оригинатором младший транш и каков его размер.

Такой подход ошибочен: он противоречит логике п. 3.1.1, в котором предполагается достаточность анализа только обстоятельств контракта по уступке данного актива (портфеля) без обращения к анализу контрактов в отношении иных активов, возникающих в результате сделки секьюритизации. На это прямо указывает п. 3.2.11:

*3.2.11. If, as a result of a transfer, a financial asset is derecognised in its entirety but the transfer results in the entity obtaining a new financial asset or assuming a new financial liability, or a servicing liability, the entity shall recognise the **new financial asset**, financial liability or servicing liability at fair value.*

Младший транш является таким «новым финансовым активом», который появляется в результате секьюритизации и требует признания его на балансе по справедливой стоимости. Однако его появление никак не влияет на прекращение признания самого портфеля, наоборот — данный пункт предполагает уже свершившееся прекращение признания портфеля.

Дальнейший анализ «существенности» трансфера рисков может быть продолжен только в случае, когда банк-оригинатор удерживает риск посредством предоставления гарантии на выкуп определенной доли кредитов в уступаемом портфеле. В таком случае договор купли-продажи ограничен в экономическом смысле, часть риска остается на оригинаторе.

Вопрос «существенности» действительно нетривиален, и его оценке посвящены два довольно объемных и витиеватых пункта — п. 3.2.7 и 3.2.8:

*3.2.7. The transfer of risks and rewards (see paragraph 3.2.6) is evaluated by comparing the entity's exposure, before and after the transfer, with the **variability in the amounts and timing of the net cash flows of the transferred asset**. An entity has retained substantially all the risks and rewards of*

*ownership of a financial asset if its **exposure to the variability in the present value of the future net cash flows from the financial asset does not change significantly as a result of the transfer** (eg because the entity has sold a financial asset subject to an agreement to buy it back at a fixed price or the sale price plus a lender's return). An entity has transferred substantially all the risks and rewards of ownership of a financial asset if its exposure to such variability is no longer significant in relation to the total variability in the present value of the future net cash flows associated with the financial asset (eg because the entity has sold a financial asset subject only to an option to buy it back at its fair value at the time of repurchase or has transferred a fully proportionate share of the cash flows from a larger financial asset in an arrangement, such as a loan sub-participation, that meets the conditions in paragraph 3.2.5)*

Итак, для оценки существенности объема переданного риска предлагается оценить волатильность объема и периодичности денежных потоков от актива до и после передачи. При этом приводится пример, когда entity берет обязательство обратного выкупа.

Существующая практика аудиторов предлагает сравнить «средний кредитный риск» по портфелю или «средний объем выходящих в дефолт кредитов» (кавычки мои — цитата из одного из пособий по данному вопросу). Однако данный подход в корне неверен.

Обращаемся к п. 3.2.8:

*Often it will be obvious whether the entity has transferred or retained substantially all risks and rewards of ownership and there will be no need to perform any computations. In other cases, it will be necessary to compute and compare the entity's exposure to the variability in the present value of the future net cash flows before and after the transfer. The computation and comparison are made using as the discount rate an appropriate current market interest rate. **All reasonably possible variability in net cash flows is considered**, with greater weight being given to those outcomes that are more likely to occur*

«Все возможные варианты волатильности в объеме денежных потоков должны учитываться...» — это значит, что в ве-

роятностном распределении возможных убытков по портфелю (а не просто средней ожидаемой убыточности) необходимо учитывать и крайние варианты — так называемые *tales*, или «хвосты» распределения. Например, такие маловероятные, но чрезвычайно убыточные исходы, когда убыточность близка к 100%. Как многие из нас могли убедиться в 2007–2009 годах, во время мирового финансового кризиса, такие «крайне маловероятные» исходы случались подозрительно часто и уносили за собой в могилу многих грандов финансового мира.

Игнорировать такие исходы не только ошибочно с точки зрения МСФО 9, но и противоречит здравому смыслу.

Интересна в этом смысле первая фраза п. 3.2.8: *Often it will be obvious whether the entity has transferred or retained substantially all risks and rewards of ownership and there will be no need to perform any computations.*

Авторы МСФО 9 предлагают именно здравый смысл как первоначальную основу анализа.

Если банк-оригинатор оставил 20% риска на себе в виде гарантии обратного выкупа дефолтных закладных, то довольно очевидно и без дальнейших расчетов, что в случае убытка по портфелю, близкому к 100%, существенная часть риска была передана. Если речь идет о гарантии

в объеме 50% или более, можно задуматься над существенностью такой передачи.

Еще раз подчеркну: анализ объема переданного риска релевантен только для случая принятия риска посредством гарантии. В случае с младшими траншами и «суббордами» достаточно проанализировать договоры уступки портфеля и сервисные договоры.

Итак, проведенный анализ убедительно демонстрирует, что в типичной сделке российской секьюритизации:

1) отсутствует необходимость консолидации специурлица в группу банка-оригинатора;

2) в случаях, когда банк-оригинатор удерживает риск посредством выкупа младшего транша или предоставления субординированного кредита, необходимо прекратить признание секьюритизируемого портфеля на балансе банка-оригинатора;

3) в случаях, когда банк-оригинатор удерживает риск посредством предоставления гарантии или поручительства, признание секьюритизируемого портфеля на балансе банка-оригинатора необходимо прекратить, если размер такой гарантии или поручительства не превышает половины объема портфеля.

Надеюсь, что данная статья послужит началом дискуссии в нашем профессиональном сообществе.



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

Секьюритизация потребительского кредита: стимулировать или ограничивать

Объемы потребительского кредитования в России уверенно растут в последние годы несмотря на попытки регулятора сдержать их рост. В конце 2023 года в условиях ужесточения денежно-кредитной и макропруденциальной политики намечилось замедление потребительского кредитования. За IV квартал 2023 года портфель необеспеченных потребительских кредитов увеличился на 2.0% (+5.9% за III квартал 2023 года). Банк России ожидает, что прирост портфеля потребительских кредитов в 2024 году составит от 3 до 8%. На это было направлено и введение макропруденциальных лимитов (МПЛ), и повышение макропруденциальных надбавок (МПН)¹, и новые правила расчета полной стоимости кредита (ПСК)². В течение I и II кварталов 2024 года доля предоставленных потребительских кредитов (без лимита кредитования) с ПДН от 50 до 80% не должна превышать 25% от объема выдач, а с ПДН более 80% — 5% выдач. Решение о значении МПЛ на III квартал 2024 года будет принято Банком России в мае 2024 года с учетом ди-

¹ Актуальную таблицу значений МПН в зависимости от ПСК и ПДН заемщика можно найти в информации Банка России от 29.01.2024. Например, для ПСК, превышающей 40% годовых, при всех значениях ПДН установлена надбавка в размере 5.0.

² Новый порядок расчета ПСК с 21 января 2024 года установлен Федеральным законом от 24.07.2023 №359-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон „О потребительском кредите (займе)“ и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

намики долговой нагрузки населения и стандартов кредитования. Как нетрудно заметить, большая часть названных мер связана с макрорегулированием, то есть с обеспечением устойчивости банковской системы в целом. Регуляторные барьеры выражаются в давлении на капитал банков через введение повышенных риск-весов в отношении части кредитов (которые регулятор относит к наиболее рискованным) или через прямые количественные ограничения объема выдач таких кредитов.

В результате секьюритизации таких портфелей происходит в том числе их списание с балансов банков, что позволяет разгрузить их капитал. Тем самым не все макропруденциальные меры достигают своей цели. Если лимиты (МПЛ) сохраняют действенность, то надбавки (МПН) — нет. С учетом этого секьюритизация потребкредита, рассматриваемая сквозь призму регуляторных ограничений, не поощряется регулятором.

Представляется, что такой подход является односторонним. Комплексный эффект секьюритизации потребкредита должен учитывать ее влияние на все элементы системы и всех участников рынка, включая банки, инвесторов, оригинаторов, рейтинговые агентства, рыночную инфраструктуру, а также граждан-заемщиков. Принимая во внимание крайне незначительную долю секьюритизируемых потребкредитов, сложно представить, что стимулирование данного способа финансирования даже при кратном росте его объемов способно изменить тренды на рынке потребительского кредитования.

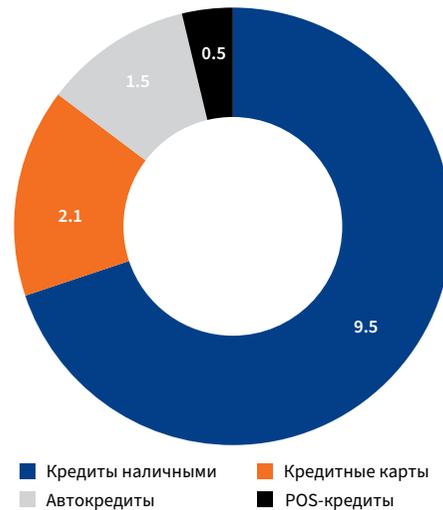
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ КРЕДИТ КАК БАЗОВЫЙ АКТИВ

На 1 января 2024 года портфель потребительских кредитов на балансе банков (исключая ипотеку) составил 13.6 трлн рублей. Более двух третей этого объема составляют необеспеченные кредиты наличными. Средний размер кредита зависит от текущей рыночной конъюнктуры. В январе средний чек по такому кредиту опустился к 150 тысячам рублей, но еще несколько лет назад в условиях низких ставок был в два раза больше. Значительно отстают по объему банковский портфель автокредитов и задолженность

Рисунок 1

Потребительские кредиты, трлн руб.

Источник: статистика Банка России



по кредитным картам (Рисунок 1). Эти три категории могут стать основным базовым активом для сделок секьюритизации. Их главная особенность — фиксированная ставка, короткие или средние сроки, наличие у заемщика права на досрочный возврат.

Фиксированная ставка и относительно высокие кредитные риски качественно отличают портфели потребкредитов от субсидируемых государством ипотечных программ — основного «сырья» для ИЦБ. Новые выдачи характеризуются также повышенной процентной ставкой. Так, средняя ставка по кредитам наличными, предлагаемая крупнейшими банками по состоянию на конец прошлого года, составила 27.39% годовых.

По мере ужесточения МПН банки, стремясь снизить долговую нагрузку на заемщиков, начали заметно удлинять срок кредитования. В результате в их портфелях выросла доля кредитов сроком выше трех лет, потенциально пригодных даже для статических сделок, не предусматривающих пополнение портфеля. Еще удлинять сроки не позволяет МПЛ, ограничивающий долю необеспеченных кредитов сроком свыше пяти лет пятью процентами. А вот сроки автокредитов могут

достигать семи-восьми лет при среднем чеке свыше 1.5 млн рублей.

В последние три года рынок потребительского кредита рос средним темпом около одного процента в месяц. Однако этот рост не был равномерным. Если за 2021 год увеличение объемов составило 20.2%, то в следующем году темпы упали почти десятикратно — до 2.7%, а затем снова выровнялись в 2023-м до 15.7%. После резкого подъема ключевой ставки в конце прошлого года по итогам декабря потребкредитование снизилось на 0.2%. Примечательно, что введение с 1 января 2023 года МПЛ не имело столь же драматических последствий для рынка, как увеличение ключевой ставки. Аналогичным образом ослабленный эффект показало также ужесточение МПЛ и МПН с 1 июля и 1 сентября прошлого года. Таким образом, во второй половине прошлого года регулятор вводил ограничения по всем направлениям — увеличивал стоимость банковского рефинансирования, наращивал давление на капитал и ужесточал прямые ограничения на выдачу. Несмотря на все эти меры объемы рынка за этот период выросли почти на 7%. Представляется, что запросы заемщиков и потенциал кредиторов далеко не исчерпаны.

Таким образом, автокредиты и необеспеченные потребительские кредиты могут стать интересным базовым активом для многотраншевой неипотечной секьюритизации. На банковских балансах накоплен значительный объем пригодных для секьюритизации требований с прогнозируемым графиком погашения, подходящих для формирования гранулированных пулов. Целью таких сделок может стать как отработка новых подвидов финансирования, например полноценной ППС-секьюритизации, так и выстраивание новых моделей привлечения банковских пассивов, что особенно актуально для новой группы российских банков, специализирующихся на автокредитовании.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ В МИРЕ

Секьюритизация различных категорий потребительских кредитов (авто-, кредитных карт, кредитов наличными) по-прежнему занимает заметное место

как на американском, так и на европейском рынках ABS. В 2023 году глобальный объем новых выпусков неипотечной¹ секьюритизации составил около \$980 млрд².

В США крупнейшим сегментом среди рассматриваемых классов активов является автокредит (auto loan ABS). Количество проданных за прошлый год авто составило 15.5 млн штук, при этом объем новых выпусков превысил \$120 млрд. С учетом российских объемов продаж новых автомобилей (около 1 млн штук) потенциал рынка автосекьюритизации можно было бы пропорционально оценить более чем в 500 млрд рублей ежегодных выпусков. Американские банки заинтересованы в секьюритизации автокредитов не только из-за роста процентных ставок по депозитам, но и из-за новых требований Базеля IV. С его введением с июля 2025 года возрастут требования к капиталу, что заставляет банки накапливать опыт выпуска ABS и использования синтетических структур, чтобы снять часть рисков со своих балансов. Базовый актив автосекьюритизации разделен на кредиты первоклассным и субстандартным заемщикам. Совершенно потери портфель в первом случае обычно не превышают 1%, а во втором могут достигать до 12% в течение первых трех лет.

Наряду с секьюритизацией автокредита широко распространены также сделки в сегменте автолизинга. В прошлом году таких бумаг было выпущено на \$23.8 млрд. Примечательным трендом является рост концентрации электромобилей в пулах ABS, что стимулируется наличием налоговых льгот по аренде таких машин. В 2023 году совокупная концентрация гибридных и полностью аккумуляторных электромобилей колебалась от 0.1% до 10% в лизинговых портфелях.

Необеспеченные потребительские активы представлены четырьмя группами

¹ Из расчета исключена секьюритизация жилой ипотеки (RMBS), агентские бумаги, а также еще ряд активов.

² Лидерство по объемам выпуска сохраняет США с \$510 млрд, вторым идет китайский рынок (\$264 млрд), третий — европейский рынок (€95 млрд — размещенных в рынок и €118 млрд — удержанных на балансе эмитентов). См.: Global Structured Finance 2024 Outlook, S&P Global Ratings.

(Рисунок 2): требования по кредитным картам, займы покупателям маркетплейсов, студенческие займы и договоры на приобретение мобильных телефонов в рассрочку (device payment plan agreement, DPPA). Бумаг, обеспеченных портфелями кредитных карт (credit card ABS), в прошлом году было выпущено на \$23 млрд. Быстрое повышение процентных ставок, устойчивая инфляция и растущая безработица оказывают давление на покупательную способность потребителей США и общую экономическую активность. Между тем уровень потребительских сбережений снизился до самого низкого более чем за десятилетие, а задолженность по возобновляемым потребительским кредитам выросла до рекордно высокого уровня почти в \$1.3 трлн. Таким образом, ежегодный объем выпусков карточных ABS не превышает 2% общей задолженности. Доходности по карточным кредитам превышают 25% годовых. Проецируя на российскую действительность, при текущем портфеле российских банков можно было бы стремиться к ежегодному выпуску облигаций СФО с обеспечением карточными требованиями в объеме до 40 млрд рублей.

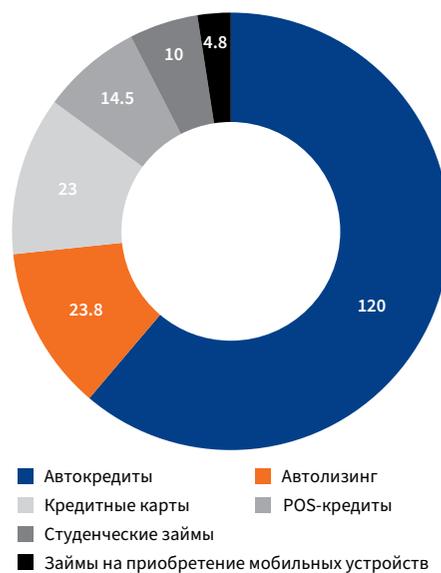
Вторую строчку по объему выпуска занимают торговые маркетплейсы, предлагающие продажи товаров в кредит. В 2023 году общий объем их эмиссии ABS составил \$14.5 млрд. Заемщики в этой подгруппе, как правило, отличаются невысоким кредитным качеством и подвержены влиянию инфляционного давления. Поэтому в условиях ухудшения экономической конъюнктуры кредиторы вынуждены повышать качество андеррайтинга в процессе выдачи займов.

Традиционно заметную долю на рынке секьюритизации необеспеченных кредитов занимают студенческие займы, в прошлом году объем student loan ABS составил примерно \$10 млрд, что несколько ниже обычных объемов. Из них \$4.3 млрд (четыре сделки) приходится на сделки Sallie Mae (корпорация первоначально была создана как поддерживаемая государством компания, но позже трансформирована в частного кредитора). Важными факторами, влияющими на кредитное качество данных бумаг, являются текущий показатель и прогнозы безработицы.

Рисунок 2

Выдачи ABS, обеспеченных потребителями, США, 2023 год, млрд долларов

Источники: S&P Global Ratings, AFME



Специфическим сегментом являются бумаги, обеспеченные платежами по договорам продажи в рассрочку мобильных телефонов. В течение прошлого года один из крупнейших операторов связи Verizon выпустил облигации DPPA ABS на сумму \$4.8 млрд. За последние восемь лет общий объем подобных выпусков превысил \$20 млрд. Сроки рассрочки по первичным договорам составляют от 24 до 36 месяцев. Совокупный ожидаемый уровень убытков по базовым пулам не превышает 4%.

Особенностью секьюритизации в Европе является значительная доля выпусков, удерживаемых на балансе originаторов (до 56% в прошедшем году от общей эмиссии в €213 млрд). Наиболее крупными сегментами являются выпуски общеевропейских CLO (€25.8 млрд), британские ипотечные бумаги RMBS (€22.9 млрд), а также германская автосекьюритизация (€11.1 млрд)¹.

¹ AFME Securitisation: Q4 2023 and 2023 Full Year.

Секьюритизация банковских портфелей является основным драйвером европейского рынка. Механизмы обеспечения банковской ликвидности, которые в течение многих лет использовал ЕЦБ, постепенно сворачиваются. Кроме того, замедляется темп роста депозитов. Оба названных фактора повышают интерес банков к классической секьюритизации.

Из-за волатильности годового выпуска состояние рынка секьюритизации в Европе лучшим образом характеризует совокупный объем секьюритизированных портфелей на конец 2023 года (Рисунок 3). При этом следует иметь в виду страновые особенности. Например, лидерами автосекьюритизации являются Германия, Великобритания, Испания и Италия. Подавляющий объем секьюритизаций кредитных карт приходится на Великобританию (почти 85%). В то время как сделки с потребительскими кредитами наиболее популярны в Италии (45% общеевропейского объема), Франции (25%) и Испании (12%). Хотя объемы секьюритизации потребительских и автокредитов заметно уступают двум ведущим классам активов — жилищной ипотеке (€566 млрд) и МСП-кредитам (\$115 млрд), рассматрива-

емые секьюритизации занимают заметное место на европейском рынке капитала.

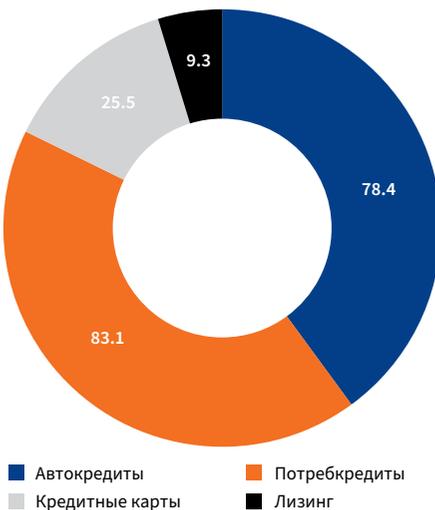
Именно эти активы чаще всего используются для рыночного размещения, а также в сделках простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (Simple Transparent & Standardised Securitisation, STS). По итогам прошлого года более половины от рыночных размещений было представлено STS-секьюритизацией (согласно квалификации ESMA и FCA).

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АВТОКРЕДИТА

С учетом важной роли, которую играет секьюритизация автокредита как в США, так и в ряде стран Европы, остановимся более подробно на состоянии российского авторынка и предпосылках для ускоренного развития данного класса сделок. Отечественный авторынок претерпевает в последний год кардинальную трансформацию. Страну покинули все автопроизводители из недружественных стран: прекращены поставки машин, автокомпонентов и запасных частей, остановлены российское производство и обслуживание, разорваны создававшиеся десятилетиями отношения с российскими партнерами. Национальные производители вынуждены переориентироваться на новых поставщиков комплектующих и в чрезвычайных условиях запустить механизмы импортозамещения. Все это происходит в условиях слома сложившихся логистических цепочек, товарных и финансовых потоков. В новой рыночной ситуации быстро растет доля китайских производителей, идет замена брендов, увеличивается стоимость автомобилей. Несмотря на скачок цен, вызванный ослаблением рубля и подорожанием кредита, авторынок сохраняет значительный потенциал роста. В сегменте новых автомобилей сохраняется стабильный спрос, который нарастает с декабря прошлого года. В 2023 году было продано около 1.05 млн новых машин, что превысило прошлогодний показатель, но все еще в полтора раза ниже среднерыночных значений последних лет.

Первый этап этой рыночной трансформация будет завершен в течение одного-двух лет. В результате основными рыночными доминантами станут отечественные

Рисунок 3
Совокупный объем портфелей на конец 2023 года, млрд евро
Источники: S&P Global Ratings, AFME



и китайские автомобильные марки. С учетом объективного подорожания автомашин еще большее значение для обеспечения доступности их приобретения будет играть банковский автокредит.

Ситуация на рынке автокредитования меняется не менее кардинально, чем на авторынке. Вместе с западными автопроизводителями деятельность в России прекратили все кэптивные финансовые организации (банки), традиционно предлагавшие специализированные кредитные продукты по нерыночным ставкам. Отечественные и китайские производители лишь начинают продумывать архитектуру и создавать аналогичные инструменты финансовой поддержки спроса на свою продукцию. Можно ожидать, что относительно развитые кэптивные структуры автокредитования появятся в России в перспективе двух-трех лет. Таким образом, в ближайшие годы основную роль на нем призваны играть крупнейшие российские банки, предлагающие классические потребительские автокредиты. До двух третей продаж новых автомобилей (и до половины подержанных) будет осуществляться за счет кредитных средств. Согласно Стратегии развития автомобильной промышленности Российской Федерации до 2035 года, утвержденной Правительством Российской Федерации (Распоряжение Правительства РФ от 28 декабря 2022 г. №4261-р) программы автокредитования и лизинга являются важными механизмами поддержки спроса на автомобильную продукцию.

Отечественный рынок автокредитования далек от насыщения и максимумов, которые он переживал десять лет назад. Банки вышли на уровень около 70 тысяч новых автокредитов в месяц при средней сумме кредита 1,5 млн рублей. Это количество кредитов все еще на 30% меньше исторических рекордов. Из-за увеличения цены автомобилей договорные сроки кредитования удлинились до 7–8 лет. Доля автокредитов в банковских портфелях упала до минимальных значений (менее 5%). При этом кредитное качество заемщиков сохраняется на высоком уровне. Таким образом, отсутствуют предпосылки для реализации мер, направленных на охлаждение или торможение рынка

автокредитования по примеру ипотечного кредитования или необеспеченных потребительских кредитов.

В этих условиях секьюритизация автокредита может стать дополнительным механизмом привлечения ресурсов на восстановление автопромышленности. На рынке складывается система трехсторонних отношений «автопроизводитель — автодилер — банк», которая может быть эффективно настроена на оригинирование стандартных портфелей. Автодилеры и банки нередко занимают подчиненное положение по отношению к автопроизводителю. Опираясь на требования и условия дилерского договора, автопроизводитель контролирует дилерский бизнес в не меньшей степени, чем собственник дилерского центра. Таким образом, как и на зарубежных рынках, запрос на секьюритизацию мог бы диктоваться самим отечественным производителем. В подобной парадигме происходило становление рынка российских ИЦБ. Важным отличием здесь, однако, является наличие весомой бюджетной поддержки (субсидируемой ипотеки) и организующая роль государственного института развития (ДОМ.РФ). На сегодня авторынок не может похвастаться ни тем, ни другим.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КРЕДИТОВ НАЛИЧНЫМИ: ПРЕИМУЩЕСТВА И РИСКИ

С учетом величины накопленных портфелей и характеристик актива еще одним кандидатом на потребительскую секьюритизацию могут стать так называемые кредиты наличными. Несколько крупных сделок с этим классом активов было проведено в прошедшем году. Регулятор рассматривает такие сделки как направленные на обход мер, нацеленных на ограничение активности банков в сегменте необеспеченного потребительского кредитования. Представляется, что подобный подход является односторонним и не учитывающим значимые положительные эффекты.

Потребительские кредитные портфели отличает целый ряд интересных для секьюритизации особенностей. Во-первых, это наиболее доходные банковские активы. На конец прошлого года ПСК по таким

кредитам приблизилась к 30% годовых. Во-вторых, с учетом низкого среднего чека (до 300 тысяч рублей) даже для относительно небольших по объему транзакций можно достичь высокой грануляции пула. В-третьих, в отличие от субсидируемой ипотеки, базовый актив генерирует фиксированную процентную ставку. Как следствие, секьюритизация потребкредита дает рынку высокодоходные облигации с фиксированной ставкой.

Наличие надежных кредитных моделей при соответствующем уровне кредитной поддержки позволяет обеспечить максимальную надежность старшего транша или даже предложить части инвесторов сверхдоходные мезонинные транши. Для организаторов транзакций это открывает дополнительные возможности для творческого финансового конструирования и изменения качества рынка.

Для банков-оригинаторов секьюритизация является одним из немногих источников долгосрочного фондирования, в том числе для целей корпоративного кредитования. Выпуски классических банковских облигации весьма редки, а срочность банковских депозитов не превышает одного года. Несмотря на впечатляющие объемы аккумулированных банковской системой вкладов граждан, всего два банковских продукта — накопительный счет и срочный депозит сроком до 1 года — обслуживают 80% сберегательных потребностей населения. В результате качество (срочность) банковских вкладов граждан за последние пятнадцать лет драматическим образом ухудшилось. Если в 2010 году 65% объема вкладов имели срок свыше одного года и только 16% представляли собой средства на счетах и вкладах до востребования, то в 2023 году ситуация перевернулась. Объем вкладов сроком свыше одного года не превышает 22%, а на счетах граждан аккумулировано почти 40% всего объема средств. Сегодня объем вкладов граждан сроком свыше одного года в абсолютной величине оказывается меньшим, чем в 2013 году. Средства на банковских вкладах граждан приобрели свойство «сверхликвидности», то есть могут быть максимально легко перемещены между банками или выведены

из банковской системы в наличной форме, что значительно повышает системные риски. Произошедшая редукция сберегательного инструментария во многом объясняет значительное снижение срочности банковских вкладов.

Высокодоходные облигации с высоким рейтингом позволяют рассчитывать на развитие базы инвесторов в структурированные продукты, особенно при повышении прозрачности таких сделок. Это создает стимул для разработки детального российского стандарта ППС-секьюритизации. Как и в Европе, сделки простой и прозрачной секьюритизации проще всего конструировать на базе потребительских кредитов.

Неожиданным образом секьюритизация потребкредита может быть выгодна даже потенциальным банковским заемщикам. При текущем регулировании защищенность заемщика по потребительскому кредиту оказывается существенно выше, чем покупателя по сделкам BNPL (buy now pay later). Заемщик имеет доступ к более полной информации о кредитном продукте, включая его стоимость (ПСК). Условия договора потребительского кредита жестко регламентированы и сведены в таблицу, а стоимость кредита нормативно ограничена. Наконец, в случае финансовых трудностей заемщику доступны кредитные каникулы. Покупатель по сделкам BNPL лишен подобных прав.

Таким образом, секьюритизация потребкредита положительно влияет на всех участников рынка капиталов и может стать драйвером развития рынка российского рынка структурного финансирования. Ее значение как способа обхода макропруденциальных ограничений, по-видимому, существенно преувеличено. За двадцать лет формирования рынка ИЦБ секьюритизировано менее 10% ипотечного портфеля, несмотря на титанические усилия участников рынка и государственных институтов. Поэтому предположение регулятора о том, что развитие неипотечной секьюритизации в среднесрочной перспективе может перечеркнуть его усилия по стабилизации рынка потребительского кредитования, кажется неоправданно оптимистичным.



Андрей КОРОЛЕВ,
исполнительный директор
департамента рынков
капитала, Совкомбанк



Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
директор управления
секьюритизации,
Совкомбанк

Секьюритизация NPL. Можно ли из плохих долгов сделать хорошую облигацию?

ТЕНЕВОЙ ЛИДЕР

По статистике за последние 5 лет, секьюритизация розничных NPL-кредитов занимает лидирующую позицию по количеству выпусков среди остальных активов «классической» секьюритизации: 60% выпущенных старших траншей облигаций приходится на NPL-секьюритизацию. При этом большинство выпусков размещается непублично по закрытой подписке среди частных квалифицированных инвесторов.

Такая популярность инструмента обусловлена достаточно редким совпадением интересов оригинаторов и инвесторов. Первые получают доходность выше, чем при простой продаже просроченной задолженности коллекторам, восстанавливают резервы, сохраняя за собой обслуживание актива и контакт с клиентом,

а вторые получают обеспеченную надежную облигацию с высокой доходностью. Коллекторы используют секьюритизацию для снижения стоимости привлечения финансирования по сравнению с необеспеченными выпусками.

Портфели просроченной задолженности на балансах банков растут вместе с объемами выдачи кредитов, ускоряясь в кризисные периоды и замедляясь в относительно спокойные (динамика роста просроченной задолженности по кредитам, предоставленным физическим лицам, на балансах банков отображена на Рисунке 1). Основная часть проблемных кредитов приходится на необеспеченное потребительское кредитование: по данным Банка России, доля проблемных кредитов в этом сегменте составляла 7.8% на конец 2023 года. Портфели,

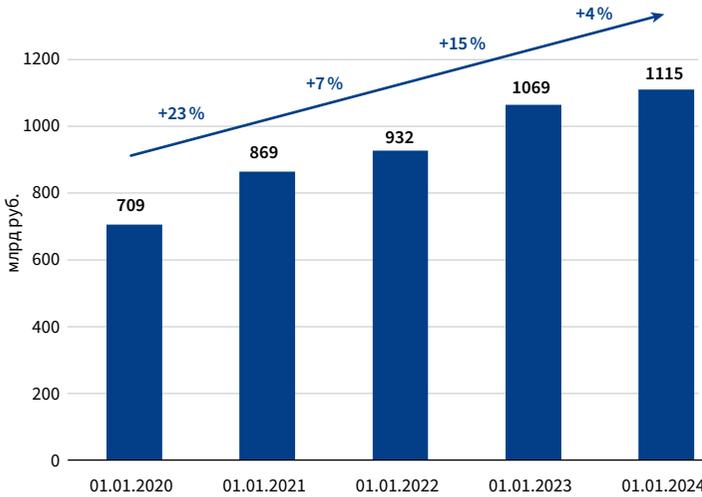


Рисунок 1
 Просроченная задолженность по кредитам, предоставленным физическим лицам в рублях
Источник:
 данные Банка России

приобретенные коллекторами, также растут: в 2023 году банки заключили с коллекторскими агентствами сделки на 239 млрд рублей. По сравнению с 2022 годом объем этого рынка увеличился на 14%, около 92% всего объема проданных плохих долгов пришлось на кредиты наличными и кредитные карты. В итоге существенные объемы просроченной задолженности стимулируют банки и профессиональных коллекторов искать наиболее эффективные инструменты работы с ней.

СОЗДАЕМ ИДЕАЛЬНОГО КОЛЛЕКТОРА — КАК НЕ ПЕРЕОЦЕНИТЬ ВЗЫСКАНИЕ

Оценка денежных потоков по дефолтным кредитам отличается от оценки по работающему портфелю. Для NPL-портфелей оцениваются эффективность взыскания на разных стадиях просрочки, а также скорость и сумма реализации залога. К сожалению, у национальных рейтинговых агентств пока не разработаны методологии присвоения рейтинга NPL-секьюритизации, поэтому в сделках, которые организовывал Совкомбанк, такие оценки строились на собственных LGD-моделях Банка с поправкой на статистические данные originатора и итоговой верификацией портфелей скорингом партнерских бюро кредитных историй. Аналогичным образом может быть пере-

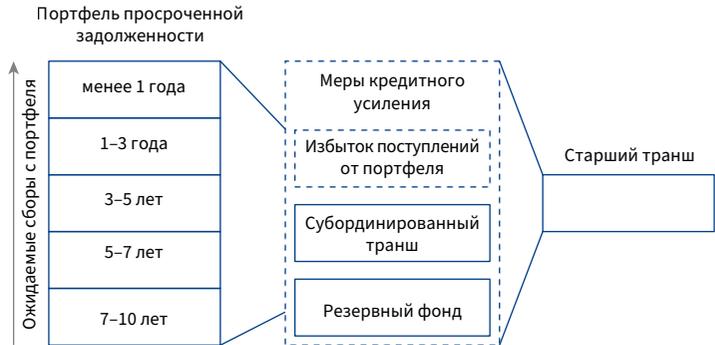
оценена стоимость и вероятность взыскания недвижимости, находящейся в обеспечении сделки.

Практика показывает, что такой комплексный подход позволяет достаточно точно оценить вероятность и объемы взыскания, при этом в такие сделки обычно закладываются определенные консервативные предпосылки по взысканию, минимизирующие модельный риск и учитывающие возможное ухудшение макроэкономической среды до погашения облигаций.

Структурирование секьюритизации позволяет сформировать структуру активов и пассивов специализированного общества таким образом, чтобы в итоге получился «идеальный коллектор», обладающий высокой достаточностью капитала (за счет субординированного кредита или кредитной линии), относительно низкой стоимостью долга и доходными активами. Это позволяет повысить кредитное качество структурированных обеспеченных облигаций по сравнению с собственными выпусками облигаций большинства профессиональных коллекторских агентств и снизить эффективную стоимость привлечения, выводя облигации из сектора ВДО.

При моделировании сделки оценивается ожидаемый объем сборов от портфеля в зависимости от продукта, глубины просрочки и профиля клиента, сроки

Рисунок 2
Меры кредитного усиления
в NPL-секьюритизации
Источник: данные
Совкомбанка



и возможный дисконт при реализации залога (при наличии). К ожидаемым поступлениям накладывают дисконты для отражения возможных изменений в сборах при изменении макроэкономических фаз или процедур взыскания, например в случае замены сервисного агента, и формируется цена продажи. В итоге портфель, как правило, генерирует больше поступлений, чем необходимо для исполнения обязательств по облигациям, а возникающая разница (избыточный спред) является первым уровнем защиты от риска падения сборов и затем возвращается оригинатору через доход по субординированному траншу. Кроме избыточного спреда, облигации защищены от риска базовых активов субординированным траншем в виде кредита или кредитной линии и резервным фондом, по аналогии с секьюритизацией классических активов (Рисунок 2).

Ключевой драйвер для банков при осуществлении сделок секьюритизации — улучшение балансовых показателей при продаже кредитов с высоким уровнем резервов, при продаже портфелей они отражают положительный финансовый результат за счет роспуска резервов и отражения покупной цены. Младшие рискованные позиции, удержива-

емые оригинатором, при правильном структурировании сделок не оказывают существенного влияния на капитал.

В сделках NPL-секьюритизации часто предусматривают револьверный период, в течение которого номинал облигаций не амортизируется, а полученные средства направляются на приобретение новых портфелей базовых активов или иных согласованных активов, например высококлассных облигаций.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ НА ДОВЕРИИ

В связи с невозможностью присвоения кредитных рейтингов NPL-секьюритизации в России важным элементом создания структуры является выбор надежного структурирующего организатора, который может верифицировать модели денежных потоков базовых активов, выстроить структуру, которая сбалансирует интересы инвесторов и оригинатора, а также организовать продажу продукта инвесторам. На начало 2024 года Совкомбанк выступил организатором в 7 выпусках NPL-облигаций, получил уникальный опыт структурирования и сопровождения сделок NPL-секьюритизации и нарабатывал широкую инвесторскую базу, понимающую этот сложный продукт.



Секреты успешных сделок секьюритизации: от теории к практике

В октябре 2023 года в Москве состоялась XII конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России». Ежегодно в этом мероприятии принимают участие ключевые лица профильного рынка: банки-оригинаторы, юридические компании, компании-сервисеры, инфраструктура рынка, рейтинговые агентства, инвесторы.

Одна из секций конференции называлась «Case-study: от теории к практике, или Секреты успешных сделок секьюритизации». В рамках дискуссии эксперты активно обсуждали не только ипотеку, но и другие классы базовых активов. Самые интересные тезисы — в этом обзоре.

Александр ТАЛАЧЕВ,
заместитель главы по рынкам капитала
и взаимодействию с инвесторами, ДОМ.РФ:

— На текущий момент в обращении находятся ипотечные ценные бумаги ДОМ.РФ общим объемом более чем 1 трлн рублей. И мы сейчас получаем от рынка определенный запрос: «Вы все правильно делаете. А как это можно повторить на других классах активов?»

Остановлюсь на нескольких моментах. В первую очередь это структура и отбор. Ипотека является стандартизированным базовым активом, плюс у ДОМ.РФ достаточно жесткие стандарты по отбору.

Следующее. Можно сделать бесконечно красивую, сложную и умную сделку,

но если в ней не разберется инвестор, толка от нее будет мало. И этот вопрос мы как раз решаем через единого эмитента и эмиссионную документацию, универсальную для всех выпусков в рамках программы.

Еще один момент достаточно близко связан с предыдущим тезисом: поручительство не должно требовать никаких дополнительных действий со стороны эмитента и инвесторов. У нас в случае каких-то кредитных событий поручительство срабатывает автоматически.

Следующий важный момент — наличие достаточно глубокого инструментария для анализа, потому что инвесторам необходимо открыть лимиты, чтобы приобрести ценную бумагу. Чтобы открыть лимиты, необходимо смоделировать денежные потоки, которые мы ожидаем по ценной бумаге, чтобы они имели возможность это перепроверить. Соответственно, ДОМ.РФ совместно с Московской биржей разработали ценовую конвенцию, с помощью которой имеется возможность рассчитывать ценообразование по ИЦБ ДОМ.РФ.

У нас всегда максимально свежие данные с точки зрения анализа. Естественно, мы публикуем регулярную отчетность и аналитику по жилищному сектору, а также поддерживаем плотную коммуникацию с инвесторами о том, как работает и живет базовый актив.

И последний, но, возможно, наиболее важный блок из всех — это то, как мы следим за вторичным обращением наших бумаг. ДОМ.РФ делает маркетмейкинг по всем выпускам, по которым у инвесторов есть интерес. Если инвестор хочет продать нам что-то с балансом, мы всегда купим. Будь это одна бумага или один миллиард, мы всегда любой объем готовы забирать.

И, конечно, рыночное ценообразование. Можно сделать хорошую структуру, она может быть хорошо посчитана, эффективно работать, но если прайсинг мимо рынка, то природу не обманешь. То есть придется все равно давать рыночное ценообразование, чтобы сделка была хорошо дистрибутирована.

Марина КАРЕЕВА, директор по долговому и структурному финансированию, Промсвязьбанк:

— В 2016 году Промсвязьбанк стал первым, кто осуществил сделку секьюритизации малого и среднего бизнеса на российском рынке. И это, кстати, была еще и единственная сделка, которой был присвоен международный рейтинг. Далее были сделки либо с локальными рейтинговыми агентствами, либо с поручительством корпорации МСП.

Мы посмотрели аналитический обзор Банка России по рынку кредитования МСП. И, что удивительно, кредитование МСП растет достаточно хорошо, более того, опережающими темпами (если сравнивать с темпами роста корпоративного портфеля). Здесь катализатором, наверное, в том числе выступает госпрограмма с низкой процентной ставкой (хотя доля этих программ не такая высокая, как на рынке ипотеки, — около 10%).

Ставки по кредитам тоже растут, но при этом мы не видим какого-то бума сделок секьюритизации с этим активом. Хотя у банков накоплены значительные портфели кредитов МСП, есть опыт проведения этих сделок на рынке, но интереса к выводу новых сделок ни у originаторов, ни у инвесторов нет.

Мы попытались посмотреть на ситуацию с позиции originатора, поскольку имеем такой опыт. Насколько выгодно было бы рассматривать такие сделки как альтернативный источник фондирования или как инструмент снижения нагрузки капитала? С позиции originатора сделки секьюритизации МСП пока, в нашем понимании, не дают достаточной эффективности для того, чтобы выводить их на рынок и продавать. Одна из проблем — высокая доля младшего транша. На сделках секьюритизации МСП мы видели, что средняя траншировка составляет около 30% для младшего транша, 70% — для старшего. Еще часть средств необходима originатору для резервного фонда и усиления кредитной поддержки.

При этом надо отметить, что средний риск-вес по этим портфелям достаточно невысокий. Он, конечно, выше, чем по ипотеке, но тем не менее он сильно



ниже 100%, по крайней мере в нашем случае. Поручительство корпорации МСП, возможно, было бы как раз тем дополнительным инструментом, который, может быть, позволил бы оригинаторам посмотреть на секьюритизацию портфеля МСП, потому что, например, если мы смотрим на эти сделки с позиции инвестора, то приобретать бумаги с поручительством корпорации МСП нам с точки зрения риск-веса гораздо интереснее. Соответственно, спрос со стороны банков-инвесторов точно по этим бумагам может быть выше.

Неоднократно говорилось о том, что требование о 20%-ном удержании риск-позиций не позволяет достичь существенной разгрузки капитала. Много говорили и о низком спросе на облигации с залоговым обеспечением со стороны инвесторов.

Что же мешает инвесторам покупать эти бумаги? Если сравнивать их с обычными биржевыми plain-vanilla bonds, то, конечно, это сложная структура с плавающей дюрацией. Многие инве-

сторы просто не имеют такой экспертизы и, возможно, не хотят ее заводить, потому что это дополнительные затраты. Гораздо проще с обычными облигациями, тем более что достаточно большое предложение есть на рынке, в том числе с меньшими доходностями.

Что касается низкой ликвидности облигаций на вторичном рынке, то тут можно долго говорить, чего должно быть больше — сделок или инвесторов и когда эта ликвидность появится. Но факт остается фактом: низкая ликвидность отталкивает инвесторов от этих бумаг. Также, наверное, важно отметить, что, если рассматривать приобретение этих бумаг в торговые портфели, в более краткосрочные, где идет оценка рыночного риска инструмента, то здесь у нас включаются проблемы, связанные с тем, что по закону банк должен делать оценку по инструментам секьюритизации с международными рейтингами. Наверное, в том числе и поэтому на вторичном рынке такие бумаги не появляются.

Для пенсионных фондов и других институциональных инвесторов также есть ограничения на вложение в инструменты непотечной секьюритизации — лимит около 7%. Вот, наверное, все это вместе и дает ситуацию, в которой мы сейчас находимся: и оригинаторы не заинтересованы в продаже, и инвесторы видят много ограничений и просто не готовы разбираться в этом сложном инструменте.

Еще одна из проблем — процентный риск. Сейчас портфели МСП достаточно короткие и достаточно быстро обновляются. Возможно, следующий год будет хорошим моментом для размещения сделок секьюритизации, когда создается портфель по высоким ставкам, и если к концу следующего года мы перейдем к циклу снижения процентных ставок, возможно, это будет хорошим моментом для того, чтобы накопленные портфели по высоким ставкам было выгодно для оригинаторов продать в рынок.

Когда мы разговариваем как эмитент с инвесторами, то часто слышим, например, от небольших региональных банков, что главный критерий для них — чтобы бумага включалась в ломбардный список и по ней можно было бы делать сделки РЕПО как инструмент управления ликвидностью. Насколько я вижу, по секьюритизированным облигациям с обеспечением в виде МСП-кредитов, они в ломбард не включаются. Дисконты на рынке РЕПО по ним тоже гораздо выше, чем по ипотеке. Хотя и по ипотеке, и по многим другим инструментам они достаточно высокие. Поэтому здесь есть куда двигаться для того, чтобы повышать ликвидность этих бумаг на рынке.

У нас на рынке МСП-кредитования тоже есть институт развития, может быть, нужно посмотреть, как внедрить хотя бы часть тех механизмов, которые существуют, для института развития ипотеки, для института развития МСП и, соответственно, для секьюритизированных бумаг. Например, возможность рассматривать как альтернативу рейтингу других оригинаторов, кроме МСП-Банка.

Банковское сообщество совместно с Ассоциацией банков России подготовили ряд предложений, и многие из них уже нашли понимание со стороны регулятора. Поэтому мы очень надеемся, что все-таки у этого рынка есть будущее, и постепенно мы придем к той ситуации, когда сделок с этим активом будет гораздо больше.

Виталий ПЕТРОВ,
управляющий директор, управление
секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО):

— В 2021 году была успешно реализована и размещена среди рыночных инвесторов наша пилотная структурированная сделка секьюритизации потребительских кредитов. Размер секьюритизируемого пула по нашей пилотной сделке составлял почти 45 млрд рублей. Объем выпущенных облигаций составил 35 млрд рублей. Практически весь выпуск был размещен среди розничных инвесторов — их доля составила 97.7%.

Учитывая успешный опыт реализации пилотной сделки, в сентябре 2021 года была зарегистрирована программа на 100 млрд рублей, в рамках которой мы уже разместили два программных выпуска. Первый был размещен в декабре 2022 года, второй — в мае 2023-го.

В отличие от пилотной сделки, у нас немного поменялась доля розничных инвесторов: половину купили розничные клиенты (и это не только клиенты банка), а другую часть — юридические лица. В настоящий момент у нас идет размещение выпуска СФО «ВТБ РКС Эталон» 03 — третьего программного выпуска. Его объем — 10 млрд рублей. Всем выпускам присвоен наивысший рейтинг. Все обеспечены 100% залогом по потребкредитам.

Что касается представителей владельцев облигации, то в наших сделках, помимо своих стандартных функций, ПВО выполняют еще и функции контроля за соответствием револьверных кредитов эволюционным требованиям. То есть осуществляют независимую экспертизу.

Теперь о нормативных актах, в соответствии с которыми должна структурироваться сделка. Во-первых, в рамках



сделки оригинатор удерживает рисковые позиции в объеме не менее 20% от общего размера обязательств по облигациям. В нашем случае у нас рисковые позиции удерживаются в размере 20.6% от размера активов (а не от размера облигаций). То есть как таковой уровень кредитного усиления и качество кредитного усиления выше, чем предусмотрено минимальным значением федерального закона.

Важно также понимать, что если целью сделки является разгрузка капитала, то нужно внимательно смотреть на положение 647-П Банка России и соблюдать те требования, которые позволяют достичь цели по разгрузке. У нас эти требования выдерживаются.

Механизмы защиты интересов инвесторов также предусмотрены структурой наших сделок. Прежде всего все потребительские кредиты, входящие в состав залогового обеспечения, соответствуют жестким требованиям, согласованным с рейтинговым агентством. У нас там около 40 с лишним квалтребований, и при выгрузке кредита из автоматизированной базы данных эти кредиты проверяются на соответствие этим требованиям, что позволяет делать качество залогового обеспечения очень высоким.

На что еще стоит обратить внимание? В наших сделках есть ежемесячный выкуп дефолтных кредитов. По статистике (а мы имеем хорошую статистику на про-

тяжении более чем двух лет), среднее значение дефолтных кредитов к общему объему портфеля составляет не более 0.25%, причем здесь приведены данные по трем сделкам, это средние данные. Это очень хороший показатель, который говорит о том, что наши квалификационные требования работают, а залоговое обеспечение имеет очень высокое качество.

По ежемесячной дополнительной продаже в рамках револьверного периода средний объем составляет 5.3% от объема портфеля по размещенным выпускам. Ежемесячные револьверные продажи позволяют делать бумагу более предсказуемой для инвесторов, и, как показала наша практика, при размещении бумаги, при взаимодействии с инвесторами, при продаже облигации на это обращают внимание.

Олег ИВАНОВ,
советник председателя совета,
сопредседатель комитета
по инвестиционным банковским
продуктам, Ассоциация «Россия»:

— В сфере секьюритизации автокредитов case study нет, тем не менее это может быть case study следующего года. Мы сейчас активно обсуждаем историю с развитием автокредита с ассоциацией автодилеров. Какие есть соображения на злобу дня? Что нужно сделать вместе с регулятором? Может быть, какие-то сти-

мулы для того, чтобы сделать зеленую автосекьюритизацию?

Сергей ОГОРОДНИКОВ,
начальник управления рынков
заемного капитала, АБСОЛЮТ БАНК:

— Сейчас, наверное, это задача сложная с учетом нынешних уровней пулов и купонов на рынке. Но как механизм, конечно, это направление рабочее и перспективное. Тем более что, наверное, у китайских производителей пока кэптивных банков нет. А у нас вообще ушли все кэптивные банки. Только у «АВТОВАЗа» недавно появился под новой вывеской банк на базе Renault-Nissan. Во всем остальном секторе работают классические универсальные российские банки, которые кредитуют в салонах автодилеров. Уникальная ситуация. Само понятие автомобиль — розничное. Поэтому и розничного инвестора можно находить, привлекать на эти эмиссии. Это направление коллеги вполне, мне кажется, могут осилить.

Что касается нашего опыта секьюритизации портфеля автокредитов, то у нас была такая бумага — неамортизируемая. Это важно для ее распространения. Ипотека вся — это амортизируемые облигации, а мы сделали неамортизируемую с использованием механизма револьвера. Были профучастники, с име-

нами. Все это добавляло надежности и звучания. Разместив эту сделку, мы обсуждали (вы будете смеяться), как секьюритизировать карточные остатки. Такие были времена.

Олег ИВАНОВ,
советник председателя совета,
сопредседатель комитета
по инвестиционным банковским
продуктам, Ассоциация «Россия»:

— Открою небольшой секрет. Ассоциация проводит большую работу с Банком России, которая посвящена распределению кредитного риска по финансовой системе и шире — по экономике России. Пока у нас главный инструмент, который мы, я позволю себе такое слово, продаем Банку России, это синдицированный кредит. И мы пытаемся донести такую мысль до регулятора: если мы хотим иметь большее распределение кредитного риска, условно говоря, не только на трех ведущих госбанках, то нужны стимулы для развития рынка синдикатов.

При этом возможные меры должны учитывать тот факт, что то, что является приоритетом для ипотеки, очевидно, не приоритетно для МСП, то, что может быть важным для потребительского кредита, нерелевантно для секьюритизации лизинга.

Melling Voitishkin & Partners

Более 20 лет на рынках капитала, структурного финансирования, секьюритизации и синдицированного кредитования в России

Более 100 закрытых сделок в России и странах СНГ, включая уникальные, первые в своем роде сделки

Сделки любой сложности на рынках акционерного и долгового капитала, в том числе на стадии pre-IPO и венчурного финансирования, субординированные облигации для банков, «переупаковка» активов

Все виды активов для сделок секьюритизации (потребительские кредиты, кредитные карты, лизинг, аренда, факторинг, дебиторская задолженность, кредиты МСП)

Самая большая и креативная команда на российском рынке ценных бумаг

Реализация сделок «под ключ»

ЛИДЕР НА РЫНКЕ КАПИТАЛА И СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Право-300, Коммерсантъ, Legal 500 EMEA, IFLR, Chambers Europe рекомендуют нас в качестве ведущей фирмы в области рынков капитала, структурного финансирования и секьюритизации в России

Melling, Voitishkin & Partners – приоритетный партнер Baker McKenzie в России

Лауреат многочисленных наград: «Сделки и инновации года», «Лучшая сделка по секьюритизации активов», «Ведущая юридическая фирма в России»

Контакты:

Россия, 125196, Москва,
ул. Лесная, 9
Белые Сады, 10 этаж
+7 495 787-27-00
mv.legal

Сергей Самохвалов
Sergey.Samokhvalov@mv.legal



Инфраструктура
рынка
секьюритизации



Сергей САМОХВАЛОВ,
советник, «Меллинг,
Войтишкин и партнеры»



Вадим ЛОМОВЦЕВ,
юрист, «Меллинг,
Войтишкин и партнеры»

Швейцарский нож рынка капитала

Специализированное общество является, пожалуй, одной из самых удачных конструкций, разработанных в российском правовом поле. За недолгую историю существования специализированных обществ многие сделки с их использованием стали обыденностью. Например, сделки ипотечной секьюритизации глубоко укоренились на российском рынке капитала. В этой статье мы коснемся более смелых и инновационных идей, где преимущества специализированного общества могут быть особенно полезны.

ЧТО МОЖЕТ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЕ ОБЩЕСТВО, А ЧЕГО НЕ МОЖЕТ

Компания специального назначения (спецюрлицо, Special Purpose Vehicle, или SPV) обладает рядом отличительных признаков.

Во-первых, это ограниченная правоспособность, которая сводится к совершению действий, необходимых для достижения конкретных целей, указанных в законе и конкретизированных в уставе (например, приобретение портфеля кре-

дитов или иного актива за счет средств, полученных от размещения облигаций).

Во-вторых, акционером / участником SPV выступает структура, не имеющая бенефициаров. Отсутствие бенефициаров необходимо, чтобы инвесторы оставались единственными выгодоприобретателями и получателями дохода по сделке. SPV не может иметь штат сотрудников. Функции по управлению передаются независимой профессиональной организации, оказывающей такие услуги, не связанной с заемщиком (продавцом актива / оригинатором). Это, помимо прочего, позволяет ограничить круг потенциальных кредиторов SPV, обеспечив приоритет инвесторов в отношении любых активов SPV.

В-третьих, SPV не может по своему усмотрению совершать ряд корпоративных действий — добровольная ликвидация и реорганизация SPV ограничены, принятие ряда решений может быть передано на усмотрение инвесторов, а управляющая компания и кредиторы могут быть ограничены в праве обращения в суд с требованием о признании SPV банкротом. Другими словами, любые элементы сдел-

ки, которые могли бы привести к уменьшению объема или стоимости активов SPV, доступных инвесторам, или нарушению заранее согласованной очередности распределения доходов исключены или сильно ограничены специальным статусом SPV.

В России SPV было впервые упомянуто в Законе об ипотечных ценных бумагах в 2003 году, а первый российский SPV был создан в 2006 году. В 2014 году вступили в силу изменения в Закон о рынке ценных бумаг, введившие два новых типа SPV: специализированное финансовое общество (СФО) и специализированное общество проектного финансирования (СОПФ).

До появления нормативно-правовой базы, посвященной SPV, проекты структурного финансирования приходилось реализовывать через обычный ООО без специального статуса. Все ограничения деятельности ООО закреплялись только на уровне устава. Тем не менее в нашей практике нам удавалось найти аргументы и возможные структуры проекта, позволяющие удовлетворить повышенные требования инвесторов и рейтинговых агентств, предъявляемые к проектам структурного финансирования, и учесть требуемую специфику SPV¹.

Несмотря на это вариант с обычным ООО имеет недостатки и в итоге несет больше рисков для инвесторов, чем вариант с использованием SPV, чья деятельность урегулирована законом. Например, специализированные общества освобождены от уплаты налога на прибыль. Это существенно упрощает налоговый анализ и снижает риски налоговых потерь для инвесторов.

С развитием регулирования росла роль SPV и проектов с его использованием. С помощью российского SPV нам удавалось структурировать проекты с самыми разнообразными задачами, начиная от структурного финансирования, заканчивая венчурными проектами и проектами pre-IPO. Исключительную популярность российские SPV получили в прошлом году. Как в настоящем многофункциональном

швейцарском ноже, оказалось, что у SPV есть дополнительная отмычка, спрятанная от всех до тех пор, пока в ней не возникла необходимость. Хотя на самом деле эта особенность SPV известна давно: при некоторых условиях наличие SPV создает условия для внешней анонимности владения и управления активами.

Чего же не может российский SPV? Простой ответ — не может осуществлять «обычной» коммерческой деятельности: то есть иметь штат сотрудников, вести деятельность, не связанную с целями его создания, конкретно определенными в уставе. Более развернутый ответ на этот вопрос существенно сложнее и в каждом случае анализируется отдельно исходя из потребностей сделки, положений закона, разъяснений регулятора, налоговых последствий и рыночной практики.

В перспективе отдельные элементы анализа этого вопроса хотелось бы упростить, чтобы дать рынку по-настоящему гибкую структуру, значение которой в текущих реалиях, как нам кажется, только возрастает.

В частности, по-прежнему сохраняется доля неопределенности в вопросе правоспособности некоммерческих фондов, используемых в качестве акционеров / участников российских SPV. Фонд вправе выступать учредителем другого юридического лица, только если он действует в рамках «некоммерческой» цели, определенной уставом фонда. Ранее вместо российского фонда использовались иностранные образования, такие как нидерландский стихтинг. Полноценного аналога стихтинга в России нет. Для совершенствования отечественной инфраструктуры было бы полезно уточнить Закон о некоммерческих организациях в отношении статуса, правоспособности и органов управления российских фондов.

Другой вопрос, который усложняет жизнь банков при использовании российского SPV, касается правил формирования резервов на возможные потери по ссудам. Не секрет, что к оценке «качества» российских SPV применяются такие же правила, как и для обычных заемщиков. Кредит может требоваться для финансирования текущих расходов SPV, а также для создания резервных фондов для ком-

¹ По одному из таких проектов рейтинг инвестиционного уровня был присвоен сразу двумя рейтинговыми агентствами.

форта инвесторов. Зачастую банки вынуждены формировать резервы по такому кредиту в большем размере, чем это действительно необходимо, так как специально созданное под сделку SPV не может выполнить формальные требования, предъявляемые к отчетности, наличию активов и исполненных перед банком обязательств для отнесения кредита к более высокой категории качества. Между тем, при кредитовании SPV дополнительных рисков для банка не возникает, поскольку исполнение обязательств по кредиту зависит от качества актива, приобретаемого SPV, который выбирает и оценивает сам банк. Но формальные правила часто препятствуют логически справедливой оценке рисков, приводя к повышенным резервам по кредитам, выданным SPV.

Вопрос расширения правоспособности SPV также неоднократно поднимался среди участников рынка. Такие вопросы возникали в связи с лизинговыми активами, владением долями ООО, факторингом, ЦФА¹ и прочей деятельностью SPV, которая в некоторых случаях неоправданно ограничена (в частности, в иностранных юрисдикциях такие ограничения либо отсутствуют, либо решаются за счет более сложных конструкций, которых нет в российском праве, — например траст). Не менее важным вопросом, который в текущих условиях может влиять на стоимость фондирования, привлекаемого через SPV, остается вопрос с НДС и налогом на прибыль для продавца актива (оригинатора / заемщика).

КАК СПЕЦИАЛЬНЫЕ ПРИЗНАКИ И ВОЗМОЖНОСТИ SPV ПОМОГАЮТ В ПРОЕКТАХ

Использование SPV позволяет обособить финансовый актив на его балансе и передать денежный поток от финансового актива инвесторам. Некоторые финансовые активы (например, денежные требования по потребительским кредитам) могут приобретать только российские SPV. В сделках структурного финансирования вопрос изоляции фи-

нансового актива от риска банкротства originатора или спонсора является одним из ключевых. Если сделка структурирована правильно, то банкротство originатора или спонсора не будет оказывать влияния на платежеспособность SPV. Как следствие, инвестор может быть уверен в том, что при оценке риска финансирования решающим является только кредитное качество финансового актива, изолированного на балансе SPV. Дополнительный комфорт инвесторам предоставляют положения Закона о банкротстве, предусматривающие специальную процедуру для банкротства SPV под контролем инвесторов. Освобождение SPV от уплаты налога на прибыль организаций позволяет избежать налогообложения прибыли на уровне SPV и перенести его на уровень конечных инвесторов (по аналогии с паевыми фондами). То есть инвестор получает изолированный в его пользу денежный поток / актив, а originator (заемщик / продавец актива) — возможность улучшить финансовые показатели, уменьшив долговую нагрузку и, при определенных обстоятельствах, разгрузку капитала.

Дополнительная защита интересов инвесторов достигается за счет передачи инвесторам права принятия решений по отдельным вопросам деятельности SPV. Благодаря специальным положениям Закона о рынке ценных бумаг в уставе специализированного общества может быть закреплен перечень вопросов, решения по которым принимаются только с согласия инвесторов. Например, согласие инвесторов может требоваться на распоряжение активами SPV, одобрение смены контрагентов, изменение условий документации по проекту. Это повышает гибкость сделки и предоставляет инвесторам дополнительный инструмент контроля. При необходимости механизм принятия решений может быть упрощен путем включения в периметр сделки представителя владельцев облигаций.

Закон позволяет ограничивать предъявление кредиторами требований о признании российского SPV банкротом — например право на предъявление таких требований сервисными компаниями,

¹ Самохвалов С. Цифровая секьюритизация — с чего начать // Энциклопедия российской секьюритизации — 2023. СПб., 2023. С. 74.

оказывающими услуги SPV, или лицами, предоставляющим мезонинное финансирование. Это позволяет зафиксировать приоритетное положение инвесторов, для которых важен предсказуемый денежный поток и минимизация риска банкротства, наступление которого повышает риск невозврата инвестиций.

Использование российского SPV имеет свои бонусы и для конечного спонсора / заемщика (продавца актива). Поскольку формально заемщиком выступает SPV, инвесторы не могут предъявлять каких-либо требований к продавцу актива (оригинатору). Фактически оригинатор несет ответственность только в объеме удерживаемого им риска (например, в виде младшего транша).

Другой плюс от использования SPV заключается в возможности объединить на его баланс активы от разных продавцов в рамках так называемой мультиоригинаторной сделки. Продавцы активов могут быть связаны (действовать в рамках одной группы) или быть совершенно независимыми. Хотя такие сделки являются технически более сложными, наш опыт реализации мультиоригинаторных проектов говорит о наличии объективных преимуществ таких проектов, среди которых можно выделить снижение издержек каждого из оригинаторов на инфраструктуру и разгрузку группового капитала при соблюдении некоторых условий. Нами реализовано несколько таких сделок, и в каждом случае конечный успех в значительной степени зависел от достижения справедливого распределения рисков и доходов между несколькими оригинаторами¹.

На наш взгляд, SPV следует рассматривать как гибкую платформу для реализации любых структурных проектов с любым базисным активом, в том числе как платформу для привлечения альтернативного финансирования как для крупных, так и для небольших

заемщиков. Для небольших заемщиков это возможность найти менее дорогое финансирование (в некоторых случаях это может быть единственным эффективным способом привлечения финансирования на регулярной основе от крупных кредиторов)². Для крупных кредиторов это возможность диверсифицировать кредитный риск и значительно повысить шанс на возмещение потенциальных потерь (recovery) за счет актива, изолированного на балансе SPV³. Для крупных заемщиков это возможность получить альтернативу балансовому финансированию, улучшить финансовые показатели и риск-менеджмент. Для фондов — создать приток средств от разных групп инвесторов в венчурные проекты и проекты pre-IPO. Для управляющих — возможность создать внешне анонимную структуру владения активом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Российский вариант SPV является удачным изобретением и, как показывает наша практика, позволяет эффективно достигать самых разных целей. Регулирование института SPV остается достаточно гибким, при этом давая повышенный комфорт инвесторам, недостижимый для обычного ООО.

Безусловно, популярность российского SPV будет расти при условии осуществления последовательных шагов и в других направлениях, в том числе направленных на расширение базы инвесторов в наиболее надежные структурные активы, за счет инвестирования средств паевых и пенсионных фондов, допуска таких структурных инструментов к РЕПО и прочих изменений, некоторые из которых сейчас активно обсуждаются.

² Такие проекты регулярно встречаются на российском рынке и могут быть интересны для кредитных организаций с растущими портфелями потребительских кредитов / кредитных карт, BNPL-сервисов, коллекторов и пр.

³ Российские структурные проекты прошли целый ряд стрессовых сценариев, включая банкротство оригинаторов (продавцов актива), без финансовых потерь для инвесторов.

¹ Бардадим Е., Пичугин М. Мультиоригинаторные сделки ипотечной секьюритизации в России: особенности для оригинаторов // Энциклопедия российской секьюритизации — 2022. СПб., 2022. С. 67.



Анна ГОРЕЛОВА,
генеральный директор,
FOCUS Management



Андрей РЫЖИН,
младший юрист,
FOCUS Management

В поисках бенефициара...

В последние годы на российском долговом рынке востребованы структуры сделок с использованием российских SPV (special purpose vehicle), так как зачастую наличие в сделке SPV позволяет эффективнее распределять риски и денежные потоки в текущей экономической ситуации. Один из ключевых инструментов при создании SPV — фонды, которые активно используются в качестве их учредителей. Фонды позволяют митигировать риски, связанные с распределением контроля за финансовыми активами, и обеспечить дополнительные гарантии участникам сделки.

Однако, несмотря на стремительное развитие рынка капиталов в России и активное использование фондов в качестве учредителей SPV, в российском правопорядке сохраняется ряд проблем, непосредственно связанных с восприятием финансовыми институтами организационно-правовой формы фондов.

Так, при открытии счетов SPV комплаенс финансовых организаций обязан запрашивать сведения о бенефи-

циарных владельцах и делает это даже в случае, если учредителем является фонд, при этом указание на отсутствие бенефициарных владельцев у фонда как у некоммерческой организации (далее — НКО), как правило, не удовлетворяет их запросам.

В качества обоснования отказа финансовые организации ссылаются на пункт 1.2 статьи 7 Федерального закона №115-ФЗ¹, в соответствии с которым идентификация бенефициарных владельцев является их обязанностью при заключении договоров обслуживания с клиентами, за исключением ограниченного перечня случаев, в которые НКО не подпадают.

В случае, если идентифицировать бенефициарного владельца по каким-либо причинам невозможно, как, например у НКО, финансовые организации признают им лицо, занимающее долж-

¹ Федеральный закон «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» от 07.08.2001 №115-ФЗ // Российская газета.

ность руководителя компании¹. По этой причине фонды сталкиваются с проблемой определения фактических бенефициарных владельцев.

Российское гражданское право прямо закрепляет, что НКО, в том числе фонды, являются организациями, созданными не для целей извлечения прибыли².

НКО, в том числе фонды, не ограничены в праве заниматься деятельностью, приносящей прибыль, однако финансовые потоки, образовавшиеся от подобной деятельности, должны быть направлены исключительно на поддержание кредитоспособности общества и достижения им установленных целей.

Законодатель подчеркивает особый статус НКО как организации, не имеющей членства, учрежденной гражданами и (или) юридическими лицами (для фондов — только гражданами) на основе добровольных имущественных взносов и преследующей социальные, благотворительные, культурные, образовательные или иные общественно полезные цели.

Законодатель также отдельно выделяет отчужденность имущества от его участников как имущество, переданное фонду его учредителями (учредителем), являющееся собственностью фонда. Более того, учредители не несут ответственность по обязательствам созданного ими фонда, а фонд не отвечает по обязательствам своих учредителей.

¹ При невозможности организации предоставить информацию о бенефициарном владельце (или если такой владелец не идентифицирован) требуется указать в качестве бенефициарного владельца едиличный исполнительный орган согласно пункту 7 подпункта 2 пункта 1 статьи 7 Федерального закона «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма», аналогично указанное положение было отражено в информационном письме Банка России от 28.01.2014 № 14-Т «Об Информационном письме по вопросам идентификации организациями, осуществляющими операции с денежными средствами или иным имуществом, бенефициарных владельцев».

² П. 1 ст. 50 ГК РФ; п. 1 ст. 2 Федерального закона от 12.01.1996 № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях».

Полученная НКО прибыль не подлежит распределению между участниками (членами) НКО³.

Таким образом, НКО и, в частности, фонды являются юридическими лицами, где учредители максимально финансово сепарированы от организации и не могут извлекать прибыль из ее деятельности.

Несмотря на особый правовой статус фондов, описанный выше, закон прямо не предусматривает возможность признать отсутствие бенефициаров.

С целью лучшего восприятия правового регулирования фондов следует проанализировать и сравнить правовое регулирование аналогичных правовых форм за рубежом.

Прямым аналогом и во многом прообразом использования фондов для сделок с SPV является нидерландский штихтинг. Штихтинг — это юридическая структура, часто создаваемая для таких целей, как благотворительная, культурная или социальная деятельность.

Штихтинг создается с собственным имуществом, которое юридически отделено от имущества учредителя, и управляется советом директоров. Основной целью штихтинга является достижение целей, указанных в его уставе. Эти цели, как правило, носят «идеалистический» характер, то есть направлены на служение обществу или конкретному делу, а не отдельным людям.

В отличие от некоторых других юридических лиц, у штихтинга нет прямых бенефициаров, то есть он не действует в интересах конкретных лиц или акционеров, что прямо закреплено в пункте 2 статьи 50 гражданского кодекса Нидерландов⁴ (Burgerlijk Wetboek).

Отсутствие прямых бенефициаров существенно влияет на процессы управления и принятия решений в штихтинге. На правление штихтинга возложена ответственность за управление делами фонда и реализацию его целей. Поскольку правление не обязано учитывать интересы конкретных бенефициаров, оно обладает автономией в принятии решений в соответствии с главной целью штихтин-

³ П. 3 ст. 26 ФЗ об НКО.

⁴ Dutch civil code article 50 book, 08 January 2008.

га, что практически полностью совпадает с положениями российского законодательства в отношении фондов.

Аналогично Минюсту России в отношении российских фондов, отсутствие прямых бенефициаров усиливает надзорную роль нидерландских контролирующих органов, которые следят за тем, чтобы штихтинги выполняли свои задачи в соответствии с законом и общественными интересами.

Вышеописанная структура позволяет нидерландским штихтингам соответствовать требованиям, установленным международными стандартами в части легализации средств.

Из-за эффективной правовой базы штихтинги часто использовались в российском правопорядке при структурировании сделок по секьюритизации активов до появления некоторых трудностей, связанных с трансграничной обвязкой внутрироссийских сделок.

Анализируя правовое положение штихтингов и фондов, мы видим сходство в целях, правовом регулировании и контроле. Однако важным отличием является целостность правовой системы, в которой существует юридическое лицо. Так, штихтинги могут не иметь бенефициарных владельцев, и это прямо указано в законе, что удовлетворяет требованиям всех институтов, требующих установить бенефициара, а в российском законодательстве это вытекает из общих формулировок, но прямого указания на это не предусмотрено.

Обязательство по выявлению бенефициаров предусмотрено в соответствии с международными стандартами, такими как Рекомендация Группы G20 по финансовым действиям в области борьбы с отмыванием денег и финансированием терроризма (ФАТФ)¹. Важно отметить, что страны-участники ФАТФ инкорпорируют регуляторные требования в национальное законодательство, и в этой связи нормы становятся обязательными.

Основываясь на Рекомендациях ФАТФ, можно сделать вывод, что бенефициар-

ных владельцев можно выявить исключительно у юридических лиц, которые могут выпускать акции на предъявителя или варранты на предъявителя либо в которых могут существовать номинальные акционеры или номинальные директора, а также у иных коммерческих организаций, уставный капитал которых поделен на доли или права на управление предоставлены акциями, однако в Рекомендациях ФАТФ прямо указано, что значение термина «бенефициар» стоит воспринимать в зависимости от контекста.

Так, исходя из положений норм ФАТФ, выглядит очевидным, что у благотворительных организаций не может быть бенефициарного владельца. Подобные организации не предполагают наличия бенефициаров и распределения прибыли, так как капитал, находящийся на балансе НКО, направлен исключительно на достижение благотворительных и социально полезных целей, для которых они создаются, ведь о каком участии в капитале НКО может идти речь, если имущество, переданное НКО для осуществления ею уставной деятельности, не образует уставного (акционерного) капитала и направлено на достижение такой организацией общественно полезных целей.

В России законодатель сохранил подходы ФАТФ и отразил их в существующем законодательстве об НКО, но при этом не отразил прямо, что у НКО не может быть бенефициарного владельца. Данный факт вызывает трудности при структурировании сделок с SPV и осложняет бизнес-активность для подобных структур.

Представляется, что корректировки подпункта 2 пункта 1 статьи 7 Федерального закона №115-ФЗ с целью указания на особый статус НКО и дополнение ФЗ об НКО, подчеркивающие отсутствие необходимости устанавливать бенефициара в силу общественно полезных целей создания фонда, помогли бы упростить и ускорить процессы взаимодействия между финансовыми институтами и юридическими лицами, что благоприятно повлияло бы на бизнес-процессы и структурирование сделок с SPV. Выражаем надежду, что в будущем законодатель обратит внимание на данную проблему.

¹ Международные стандарты по противодействию отмыванию денег, финансированию терроризма и финансированию распространения оружия массового уничтожения (по тексту — «Рекомендации ФАТФ»).

ЮРИДИЧЕСКИЙ КОНСУЛЬТАНТ



Лучшая юридическая фирма на рынке облигаций — 1 место

двенадцать лет подряд (Cbonds Awards 2012–2023) по итогам опроса участников инвестиционного рынка, проводимого Cbonds

Лучшая юридическая фирма на рынке IPO — II место
PREQECA IPO Awards 2024

250+

выпусков акций

500+

выпусков облигаций

1000+

выпусков структурных облигаций



Создание финансовых продуктов



Готовые алгоритмы преобразования компании в публичную



Юристы, квалифицированные по английскому праву и праву ЕС



lecap@lecap.ru

+7 (495) 122 05 17



www.lecap.ru

КЛАССИЧЕСКИЕ
ОБЛИГАЦИИ

РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ
ОБЛИГАЦИОННОГО
ДОЛГА

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

IPO / pre-IPO-
СТРУКТУРИРОВАНИЕ

СТРУКТУРНЫЕ
ОБЛИГАЦИИ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ



Наши возможности

- Ипотечная / неипотечная секьюритизация (NPL, МСП и др.);
- LPN;
- Pre-IPO;
- Структурные облигации (autocall, CLN, first to default и др.).



В портфеле FOCUS более 40 сделок, включая 25 реализованных



Установлены тесные взаимоотношения с крупнейшими банками и брокерами России и СНГ



Успешно пройденный set-up с более чем 30 иностранными контрагентами, включая банки и брокеров



info@uk-focus.ru

+7 (495) 197 83 77



www.uk-focus.ru

ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ



ЕВРООБЛИГАЦИИ:
ИНФОРМАЦИОННЫЙ И
ТАБУЛЯЦИОННЫЙ АГЕНТ,
PROXY, TRUSTEE И ПВО
В ВЫПУСКАХ ЗАМЕЩАЮЩИХ
ОБЛИГАЦИЙ

100+

выпусков классических и биржевых облигаций

20+

выпусков инфраструктурных и концессионных облигаций

150+

секьюритизационных выпусков и выпусков структурных облигаций

580

выпусков облигаций

на общую сумму

6+

трлн руб.



№ 1 в рейтинге ПВО по версии IA Cbonds

семь лет подряд (2017–2023)

Лучший представитель владельцев облигаций / trustee

Cbonds Awards 2021–2023
(три года подряд)

Впервые в истории рынка мы подписали от имени владельцев облигаций:

- договор залогового счета;
- соглашение об отступном;
- соглашение о новации;
- прямое соглашение по концессии;
- межкредиторское соглашение.



info@lcpis.ru

+7 (499) 550 95 26



www.lcpis.ru



Владимир ЛИМАН,
руководитель трейдинга
департамента глобальных
рынков, Сбербанк

Облигации секьюритизаций: потенциал для российского инвестора

В России на сегодняшний день лишь единичные профессиональные портфельные управляющие работают с облигациями секьюритизаций. При этом анализ и моделирование рисков с этим инструментом может быть значительно проще и быстрее, чем фундаментальный анализ корпоративных облигаций. Рассматриваем подходы к такому анализу на примере конкретных облигаций с текущего рынка.

Российский рынок облигаций секьюритизации делится на два сектора: «агентские» облигации с поручительством ДОМ.РФ и траншированные «неагентские» сделки. Поручительство ДОМ.РФ делает кредитный риск в агентских сделках квазисуверенным — эти активы получают регуляторные по-

слабления. Благодаря этому они более привлекательны для банков, которые по большей части и удерживают их на своих балансах. Из-за этого на первичном рынке нет больших объемов предложения на такие облигации.

На вторичном рынке объемы предложения агентских облигаций пока тоже относительно невелики. Обычно можно купить бумаги на 1–2 млн рублей каждого выпуска, но время от времени появляются выгодные предложения и на суммы около 10 млн рублей. Строить позицию крупного институционального инвестора на таком рынке непросто, но обращение облигаций на бирже дает возможность организованно собирать появляющиеся одд-лоты.

Рассмотрим процесс анализа предложения на конкретном срезе облигаций

Цена — спрос	Цена — предложение	Купон, %	Доходность предложения, %	Мод. дюрация	ОФЗ такой длины	Спред предложения к ОФЗ
97.58	97.78	11.50	14.55	0.87	13.33	122
92.22	92.69	9.28	14.12	1.60	13.10	102
94.38	94.40	9.95	13.54	1.71	13.07	47
90.00	90.45	8.30	14.07	1.72	13.06	101
85.40	86.04	6.90	14.70	1.81	13.03	167
83.01	83.75	5.90	14.70	1.84	13.02	168
92.66	93.25	9.50	13.44	1.86	13.02	42
83.35	84.09	6.00	14.25	1.94	12.99	126
87.90	88.20	8.00	14.09	2.03	12.96	113
85.32	85.65	7.10	13.89	2.18	12.88	101
82.02	82.34	5.85	13.89	2.19	12.88	101
82.10	82.84	6.05	13.87	2.19	12.88	99
85.99	86.64	7.65	13.77	2.22	12.86	91
88.86	89.08	7.90	12.97	2.23	12.86	11
79.76	80.50	5.50	14.17	2.24	12.85	132
82.15	82.90	6.50	14.21	2.27	12.84	137
82.96	83.69	6.80	13.98	2.33	12.81	117
82.50	83.25	6.95	14.03	2.42	12.77	126
87.71	87.94	7.65	12.87	2.43	12.76	11
89.04	89.51	9.35	14.03	2.44	12.76	127
100.66	100.99	9.46	9.47	3.01	12.49	-302
98.80	99.29	8.20	8.69	3.05	12.48	-379

Таблица 1
Срез предложения облигаций ДОМ.РФ с фиксированным купоном из стакана 5 февраля 2024 года
Источник: АО «ДОМ.РФ»

ДОМ.РФ с фиксированным купоном из стакана 5 февраля 2024 года с разницей цены спроса и цены предложения не больше 1%. Характеристики таких облигаций показаны в Таблице 1¹. С помощью калькулятора на сайте ДОМ.РФ из цен можно получить доходности и дюрации этих облигаций: он моделирует будущие денежные потоки сделки, используя задаваемые пользователем входные параметры.

КАК СМОДЕЛИРОВАТЬ РИСК ДОСРОЧНЫХ ПОГАШЕНИЙ

Облигации ипотечных секьюритизаций погашаются не одной выплатой, как обычные облигации, а одновременно с погашением портфеля ипотек. Поэтому одна из важнейших неизвестных переменных в моделировании — это скорость досрочных погашений ипотечных кредитов. Вкладываясь в ипотеч-

ные облигации, инвестор может получить повышенную доходность за риск неверно оценить скорость досрочных погашений ипотеки. Этот риск доминирует над кредитным, но его легко смоделировать в разных сценариях.

Сделать это можно с помощью калькулятора на сайте ДОМ.РФ. Для этого выберите «Калькулятор ИЦБ ДОМ.РФ (версия 2.0)». Рассмотрим процесс на примере облигации со спредом к ОФЗ в 167 базисных пунктов. Калькулятор ДОМ.РФ по умолчанию выставляет значение скорости досрочных погашений (Conditional Prepayment Rate, или CPR) на уровне 13.6% в год. Этот показатель следует из средней ставки по портфелю и аналитики ДОМ.РФ, но есть и другие источники для оценки.

Так, на сайте агентства есть раздел с ежеквартальными обзорами рынка ипотечных облигаций: из отчета за III квартал 2023 года следует, что в октябре скорость досрочного погашения по этой сделке составила 10.9%. Есть возможность оценить и более свежие значения CPR. Для этого

¹ Мы намеренно не указываем конкретных идентификаторов облигаций — получить список доступных инструментов можно на сайте ДОМ.РФ.

можно использовать Реестр ипотечного покрытия — список кредитов в залоге с данными об остатке задолженности по каждому. Его публикуют ежемесячно в инвесторских отчетах на сайтах ДОМ.РФ и Центра раскрытия корпоративной информации.

Разберем, как оценить CPR по последним платежным данным. Облигации ипотечных секьюритизаций погашаются одновременно с погашением портфеля ипотек. Так, в декабре 2023 года облигации были погашены на 344 769 215 рублей. Чтобы оценить прогноз аннуитета (графика погашения финансового инструмента) на следующий квартал без досрочного погашения, в калькуляторе надо подставить значение CPR 0%. В рассматриваемом примере он составит 17.51 рублей на одну облигацию, или 197 027 055 рублей по всем облигациям. Конечно, такой прогноз условен, но разность 344 769 215 и 197 027 055 характеризует объемы досрочного погашения.

Чтобы оценить скорость досрочного погашения, полученную разницу надо разделить на номинал облигации и умножить на ежегодное количество платежей. Результат и будет оценкой CPR. В рассматриваемом примере результат — те же 10.9%, что были в октябре 2023 года. Это значение CPR можно считать базовым сценарием. Если подставить его в калькулятор, дюрация облигации увеличится до 1.93 года, а доходность составит 14.20%. Бескупонная доходность ОФЗ дюрацией 2 года при этом составляет 12.97%, то есть на 123 базисных пункта ниже, чем у рассматриваемой облигации ипотечной секьюритизации.

НЕГАТИВНЫЕ И ПОЗИТИВНЫЕ СЦЕНАРИИ

Наиболее негативный сценарий — когда досрочных погашений нет вообще, то есть значение CPR составляет 0%. Это предельный случай, который в реальности никогда не реализуется, но который предоставляет оценку снизу, самый худший исход. Тогда доходность облигации составит 12.45% при дюрации 2.6 года. Если рассчитать гипотетическую доходность ОФЗ такой дюрации, она составила бы 12.68%. То есть даже в самом негатив-

ном сценарии доходность рассматриваемой облигации ипотечной секьюритизации была бы всего на 23 базисных пункта ниже, чем у ОФЗ. А все другие варианты лучше.

При снижении ипотечных ставок вероятно ускорение досрочных погашений за счет рефинансирования кредитов. В этом случае новый кредит уже не имеет никакого отношения к сделке секьюритизации, даже если он выдан тем же банком. В результате при росте скорости досрочных погашений до значения CPR 20% доходность рассматриваемой облигации увеличивается до 15.96% при дюрации 1.53 года. Также сделка ускорится в случае выкупа кредитов агентством ДОМ.РФ по поручительству — это происходит при ухудшении кредитного климата в стране. В результате складывается ситуация, когда при кризисных явлениях в экономике растет доходность ваших ценных бумаг.

Таким образом, анализ всей сделки выполняется с помощью калькулятора ДОМ.РФ или простого аннуитетного калькулятора, который компания может разработать для себя сама. Важно понимать, что в основе калькулятора лежит модель, в которой могут быть ошибки. В мировой практике это в порядке вещей: с помощью готовых прогнозных моделей много инвесторов и дилеров постоянно анализируют денежные потоки и доходности — это позволяет быстро выявлять ошибки, чтобы дорабатывать и развивать модели. В России такого «общественного аудита» еще нет, но он должен появиться с повышением ликвидности рынка. Пока же сделки с ипотечными облигациями в России устроены проще, а подстраховаться можно простым аудитом калькулятора ДОМ.РФ — по крайней мере убедиться, что следующий прогнозируемый платеж не слишком отличается от предыдущего. Также можно попросить дилера проверить результаты ДОМ.РФ по своей модели.

КАК РАБОТАТЬ С БОЛЕЕ СЛОЖНЫМИ СДЕЛКАМИ

Немного больше работы нужно было бы затратить на анализ облигаций «с переменным купоном» (не путать с облигациями с плавающим купоном — фло-

Таблица 2
Примеры ипотечных облигаций ДОМ.РФ с плавающим купоном
Источник: АО «ДОМ.РФ»

Цена — спрос	Цена — предложение	Купон
100.5	100.69	Ключ+90
99.81	100.3	Ключ+65
99.65	100.14	Ключ+60
99.98	100.29	Ключ+65
99.23	99.54	Ключ+40

атерами). Есть сделки, у которых купон платится не по фиксированной ставке, а из принципа «все, что пришло по ипотекам, минус расходы на поддержание сделки». В этом случае необходимо оценить, насколько точно калькулятор предсказывает реальные процентные платежи. Несмотря на то что такие сделки представляют большой интерес с точки зрения потенциальной доходности, их анализ хуже поддается алгоритмизации. Поэтому их количество сокращается: оригинаторы все чаще отдают предпочтение более прозрачным сделкам с фиксированным или плавающим купоном.

Флоатеры ИЦБ ДОМ.РФ выплачивают купон ежемесячно, их размер платежа зависит от значения ключевой ставки на первый день прошлого месяца. В Таблице 2 приведено несколько примеров таких бумаг. При квазисуверенном риске они предлагают купон выше ключевой ставки.

Особое внимание следует уделить сделкам, в которых несколько траншей с разным соотношением риска и доходности. На российском рынке их пока относительно немного, но в мировой практике они распространены широко. В этом случае инвестору, как правило, предлагают старший транш, номинал которого значительно ниже остатка задолженности по портфелю секьюритизированных активов. Например, в таком транше 80% сделки обеспечено 100% портфеля, а каждый кредит в портфеле часто значительно переобеспечен недвижимостью. В одной из недавних сделок отношение кредита к залому в портфеле было в среднем ниже 50%. Это значит, что в случае одновременного прекращения выплат по кредитам всех заемщиков на каждые 80 копеек такого транша в качестве обеспечения приходилось бы по 2 рубля стоимости недвижимости.

Покупать такие ипотечные облигации на первичном рынке несложно: банк-организатор предоставляет инвестору всю необходимую аналитику денежных потоков в разных сценариях. В этом случае банк пользуется собственной прогнозной моделью. В случае сделки на вторичном рынке тоже можно запросить аналитику у банка-организатора, но можно и самостоятельно оценить приобретаемую облигацию.

ПРИМЕР РАСЧЕТОВ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ

Возьмем одну из сделок, размещенных в 2021 году. Номинал облигаций старшего транша по состоянию на начало февраля 2024 года составляет 413 млн рублей. Облигации подлежат досрочному погашению при сокращении до 227 млн рублей. В 2023 году ежеквартальные платежи превышали 95 млн рублей, но последний платеж в январе 2024-го составил 74 млн рублей. В случае выплаты по 74 млн рублей в оставшиеся три квартала текущего года облигации могут быть полностью погашены в январе 2025-го. Банки-оригинаторы обычно принимают решения о досрочном погашении, так как им невыгодно поддерживать инфраструктуру маленькой сделки. Это позволяет оценить срок жизни рассматриваемой облигации в 0.75 года, в консервативном сценарии — 1 год. В стакане на бирже бумага предлагается по цене 91% при купоне чуть выше 7%. Доходность такой облигации составит более 16% при рейтинге AAA(ru/sf) и собственном номинале 413 млн рублей, обеспеченном 965 млн рублей кредитов с соотношением Кредит / Залог ниже 50%.

Такая оценка не требует тщательного анализа отчетности по МСФО или сложного моделирования бизнеса с предположениями о макро- и микроэкономических параметрах. Достаточно чтения стандартной эмиссионной документации. Конечно, нужна уверенность в качестве креди-

тов. При этом в России ипотечные ценные бумаги по закону не могут содержать кредитов с отношением Кредит / Залог выше 80%¹, а на практике в некоторых сделках этот показатель ниже 50%. Впрочем, это не отменяет необходимости анализировать географию, размеры, общие характеристики кредитов, заемщиков и, в случае ипотеки, объектов недвижимости.

РЫНОК ПОКУПАТЕЛЯ

Одна из главных проблем рынка секьюритизации в России — слабый институциональный спрос: менее десяти профессиональных портфельных управляющих активно вкладывают средства в облигации секьюритизаций. При этом есть все предпосылки для того, чтобы этот рынок развивался. Во-первых, инструмент может выигрывать у корпоративных облигаций в простоте анализа. Во-вторых, он может показывать привлекательную доходность при сравнительно низких рисках.

¹ Согласно Федеральному закону №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Собрать масштабный портфель таких бумаг на вторичном рынке пока очень сложно: даже при спредах в полпроцента объем предложения слишком низкий. Однако есть первичный рынок, сейчас главную роль в нем играют физлица. В отличие от других стран мира, где предложение может в разы превышать спрос, на российском рынке покупатель может диктовать свои условия. Структурирующие банки и оригинаторы готовы идти навстречу спросу и удовлетворять пожелания рынка. В сочетании с прозрачностью структур, установленным алгоритмом распределения денежных потоков и высокой диверсифицированностью кредитов это дает основания рассчитывать на рост институционального спроса на облигации секьюритизации.

Ограничение ответственности:

данная информация не является офертой, рекламой или рекомендацией (в том числе индивидуальной инвестиционной рекомендацией) к покупке или продаже каких-либо активов. Все данные приведены исключительно в ознакомительных целях (в качестве примера).



Секьюритизация

Используйте все возможности финансирования бизнеса

В рамках направления секьюритизации клиенты SberCIB получают:

- анализ активов будущего эмитента;
- разработку эффективной структуры портфеля;
- координационную поддержку и подготовку необходимых документов;
- сопровождение процесса взаимодействия с инвесторами, включая премаркетинг и размещение;
- моделирование денежных потоков и оптимизацию структуры сделки;
- консультационную поддержку эмитента на всем протяжении жизни сделки.



Цифровая секьюритизация — долгосрочные перспективы и инициативы регулятора

Круглый стол представителей
инфраструктуры рынка

Представители специализированных депозитариев и юридических фирм в рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2024» традиционно поделились мнением о вступивших в 2023 году в силу юридических нововведениях, рассказали об интересных сделках прошедшего года и оценили оптимальность текущей регуляторной среды.

Какие юридические нововведения появились на рынке секьюритизации в 2023 году? Какие изменения в законодательстве ожидаются в 2024 году?



Анна ЗАЙЦЕВА,
генеральный
директор,
ДК РЕГИОН



Асият ТОЛМАЧЕВА,
начальник отдела
специализированного
депозитария
по обслуживанию
ипотечных ценных
бумаг, ДК РЕГИОН

— В 2023 году начали применяться машиночитаемые доверенности (далее — МЧД). К сожалению, ни рынок, ни государственные органы оказались не готовы

к переходу на новую форму электронной доверенности в машиночитаемом виде, хотя срок вступления нововведений несколько раз откладывался.

МЧД — это доверенность в электронной форме в формате XML, подписанная усиленной квалифицированной электронной подписью руководителя организации или индивидуального предпринимателя (далее — ИП), где описаны полномочия сотрудника организации. Предполагалось, что с сентября 2023 года МЧД станет обязательной для многих организаций и ИП, однако Федеральный закон от 04.08.2023 №457-ФЗ на целый год отсрочил обязательный переход на МЧД. Благодаря этой отсрочке проблема не приобрела массовый характер, что позволило рынку приспособляться постепенно.

В конце 2023 года появились первые электронные закладные, подписанные уполномоченными лицами с МЧД.

В связи с этим в депозитарий стали поступать вопросы от банков по заполнению данных в закладных по форме МЧД (простой или нотариально заверенной): что делать, если есть передоверие; нужно ли прикладывать МЧД к самой закладной и т. д. — много вопросов, на которые рынок искал ответы самостоятельно.

На данный момент остается открытым вопрос контроля МЧД со стороны депозитария. В нашем представлении проверка полномочий подписантов от лица заемщика, должника и банка — это ответственность Росреестра. В итоге на рынке сформировалась разная практика.

Хорошей новостью в 2023 году стало техническое развитие информационных систем Росреестра, позволившее осуществлять регистрацию изменений в закладной в случае перехода прав на нового владельца (ранее были проблемы с запросом на текущего владельца в депозитарий: выгружался первоначальный кредитор), а также регистрацию нескольких объектов недвижимого имущества (ранее номер регистрации права и ипотеки присваивался только одному объекту, а если закладная оформлялась на дом и земельный участок — возникали проблемы).

Сергей САМОХВАЛОВ,
советник, «Меллинг, Войтишкин
и партнеры»

— Радикальных изменений в регулировании не произошло. Тем не менее со своей стороны мы отмечаем большую

открытость к обсуждению альтернативных способов привлечения финансирования, в том числе через секьюритизацию активов. Несомненным позитивом в 2024 году может стать снижение требований по удержанию оригинатором риска в проектах неипотечной секьюритизации с текущих 20 до 5%.

Анна ГОРЕЛОВА,
генеральный директор, FOCUS Management

— Наметились тенденции к решению вопроса, связанного с уменьшением объема, удерживаемого оригинаторами риска в сделках неипотечной секьюритизации. В ноябре прошлого года Банк России в письме «О развитии неипотечной секьюритизации» поддержал инициативу Ассоциации банков России и сообщил о намерении проработать возможность реформирования существующего подхода. По итогу в Государственную думу был внесен на рассмотрение законопроект о предоставлении оригинаторам возможности удержания риска в объеме менее 20%, но не менее 5% при соблюдении установленных Банком России условий. В случае принятия законопроекта срок его вступления в силу ориентировочно запланирован на 1 января 2025 года. Выражаем надежду, что инициатива реализуется, и это будет способствовать разнообразию рынка неипотечной секьюритизации новыми сделками.

Луиза ЛЕСНАЯ, директор, «Тревеч Групп»

— С точки зрения долговременных тенденций мы видим стремление регулятора развивать цифровые инструменты. Несколько лет назад ЦБ анонсировал необходимость становления и развития цифровой секьюритизации. Движение законодателя в этом направлении идет. Так, в 2023 году вступили в силу изменения, обусловленные введением института цифрового рубля вслед за цифровыми финансовыми активами. Тем самым постепенно вопрос цифровой секьюритизации получает должное регулирование и переходит из теоретической плоскости в практическую.

Прошедший год не был богат на законодательные новшества в сфере секьюритизации. Однако позиция регулятора

по отдельным классическим аспектам в области секьюритизации изменилась. Так, например, при регистрации новых выпусков облигаций в 2023 году неоднократно поднимался вопрос о том, что замена таких элементов инфраструктуры, как сервисный агент и расчетный агент, должна осуществляться с согласия владельцев облигаций и с внесением изменений в решение о выпуске ценных бумаг. Обозначенную новую позицию необхо-

димо учитывать при структурировании выпуска и формулировании его условий с тем, чтобы была обеспечена непрерывность и стабильность функционирования инфраструктуры сделок секьюритизации.

В 2024 году рынком ожидается изменение касательно объема принятия риска оригинатором по сделкам на базе специализированных финансовых обществ. Законопроект об этом вынесен на рассмотрение.

Какие нестандартные юридические кейсы вы можете отметить среди последних сделок?



Сергей САМОХВАЛОВ

— Шок от осеннего повышения ставок не мог не сказаться на планах по старту новых или размещению начатых в течение года проектов, поэтому под конец года размещений было немного.

По нашим проектам мы видим, что рынок постоянно адаптируется, и новые интересные кейсы, безусловно, будут появляться в течение 2024 года. За последние годы на рынке появились мультиоригинаторные структуры, проекты с разгрузкой группового капитала, мезонины с параллельной амортизацией, обсуждаются новые идеи: амортизируемые младшие транши, синтетические секьюритизации без продажи актива и прочее. Все идеи и предложения мы внимательно анализируем: одни переходят в документы, другие пока остаются на полке и ждут своего

часа. В целом, на рынке высоко востребованы российские SPV-структуры и идей очень много.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Каждая сделка секьюритизации, на наш взгляд, так или иначе является уникальной. Мы наблюдаем тенденцию уменьшения количества публичных сделок. Сохраняется интерес к сделкам секьюритизации просроченной задолженности, в том числе обеспеченной ипотекой, а также к сделкам с потребительскими кредитами.

Реализуются сделки с проектным финансированием и факторингом.

Хотелось бы отметить также, что в 2024 году ожидается полное погашение старших выпусков облигаций по сделкам, по которым ранее произошло банкротство оригинаторов, выполнявших функции сервисного агента. Нужно отметить, что данные сделки живут, что говорит о качественном структурировании данных сделок и хорошей работе инфраструктуры.

Каких решений рынок ждет от регулятора в 2024 году? Является ли текущая регуляторная среда стабильной?

Сергей САМОХВАЛОВ

— Мы отмечаем запрос от участников рынка на регуляторную поддержку. Нам кажется, что в условиях взрывного роста некоторых сегментов рынка капитала, таких как структурные ЦФА или IPO, дающих инвесторам возможность получить повы-

шенный доход за принимаемый риск, было бы правильно поддержать развитие и более консервативного рынка структурных инструментов, таких как секьюритизация. Государству секьюритизация дает возможность привлекать деньги в реальный сектор экономики, заемщикам — управлять

процентным риском, инвесторам — получить обеспеченный активами инструмент с диверсифицированным риском. Секьюритизация сориентирована, прежде всего, на институциональных инвесторов. Это означает, что для здорового роста этого рынка как минимум требуется выравнивание условий инвестирования в данный класс активов в сравнении с инвестированием в обычные облигации (например, в части расчета рыночного риска по таким инструментам, возможность РЕПО с ЦБ).



Луиза ЛЕСНАЯ

— Текущая регуляторная среда является относительно стабильной, однако, как было отмечено выше, по многим сделкам рынок сталкивается с новой или уточненной позицией регулятора.

Например, несмотря на то что в 2016 году регулятор разъяснял, что сделки факторинга выходят за пределы правоспособ-

ности специализированных финансовых обществ, секьюритизация факторинговых операций состоялась и успешно функционирует уже несколько лет. Однако здесь есть существенные особенности: возникает дополнительная подотчетность СФО и ее управляющей организации уже Росфинмониторингу, что увеличивает ответственность и риски управляющей организации, а также возрастают расходы по сделке.

Анна ГОРЕЛОВА

— В Вестнике Банка России №5 от 23 января 2024 года Банк России заявил о намерении способствовать более активному использованию инструментов секьюритизации банковских кредитных портфелей и не только. В качестве одной из потенциальных мер развития рынка секьюритизации мы видим проработку нормативной базы в отношении возможностей использования продуктов ЦФА для секьюритизации, включая расширение возможностей СФО по выпуску таких ЦФА.

Одним из факторов, сдерживающих развитие секьюритизации, является относительная трудность реализации дебютной сделки. Какие изменения необходимы, чтобы ослабить влияние этого фактора?

Луиза ЛЕСНАЯ

— Представляется, трудности реализации дебютной сделки секьюритизации не связаны с законодательным регулированием, хотя для отдельных потенциальных оригинаторов объем принятия риска в размере 20% является сложным для преодоления препятствием. Скорее нужно отметить сложность, связанную с затратами на выстраивание внутренней инфраструктуры оригинатора (в том числе и ИТ) для реализации сделки. Также я бы отметила и сложность, если так можно сказать, психологического характера: сложно реализовывать сделку с баланса «сиротского» общества. В этом случае помогают только собственный опыт и репутация участников сделки на рынке. Мы всегда рекомендуем потенциальным оригинаторам посещать профильные мероприятия, чтобы познакомиться с опытными участниками сделок, увидеть новые сделки.

Сергей САМОХВАЛОВ

— Действительно, дебютные проекты всегда трудоемки. С другой стороны, сделав первый проект, практически все оригинаторы не останавливаются и делают второй, третий и т.д. Расходы и трудозатраты по последующим проектам заметно ниже. По нашему опыту, трудности у дебитирующих эмитентов могут возникать на этапе внутреннего обоснования проекта. В этом смысле мы всегда открыты раннему взаимодействию и готовы поделиться нашей компетенцией, сориентировать, что важно, а что нет, рассказать о похожих прецедентах, познакомить с партнерами, которые смогут дать первую оценку базового актива, составить предварительную модель. Большую помощь дебютным проектам могло бы оказать возвращение точечных программ поддержки (по аналогии с программами покупки ипотечных облигаций). Данные программы по-

могли выйти на рынок большому числу новых originаторов в 2010–2014 годах. Радикальных улучшений стоит ожидать при условии стимулирования институциональных инвесторов к покупке секьюритизационных бумаг. В этом смысле Положение 647-П было крайне полезно для стимулирования инвестиционного интереса, но требуется дальнейшая гармонизация регулирования.

Анна ГОРЕЛОВА

— Представляется, что есть несколько обширных вопросов, препятствующих развитию рынка секьюритизации, в том числе вопрос реализации дебютных сделок по новым неипотечным продуктам. Во-первых, нестабильная ключевая ставка не позволяет банкам-организаторам сформировать подходящий портфель активов, генерирующий денежный поток и отвечающих условиям текущего рынка, так как сроки подготовки к сделке занимают от 6 месяцев. Во-вторых, требования к удержанию риска зачастую приводят к экономической нецелесообразности реализации подобных сделок. Полагаем, что при разрешении данных моментов рынок секьюритизационных продуктов сможет расширяться.

Анна ЗАЙЦЕВА, Асият ТОЛМАЧЕВА

— Одним из факторов сложности дебютной сделки является формирование пула, а именно: проверка закладных для включения их в реестр ипотечного покрытия. При дебютной сделке originатор сталкивается сразу с несколькими сложностями: во-первых, отбор закладных, подходящих для секьюритизации; во-вторых, отсеивание закладных при включении в ипотечное покрытие; в-третьих, проставление отметок на закладных (о депозитарном учете или переходе прав). Специализированный депозитарий, при включении в состав ипотечного покрытия закладных, тщательно проверяет закладные на соответствие требованиям 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» и 102-ФЗ «Об ипотеке», включая требования к данным, которые вносит Росреестр. Зачастую процент закладных, не прошедших проверку, достигает 20%. Если в закладных от-

сутствует дата проведения отчета независимого оценщика, то требуется дополнительно предоставить и проверить отчеты оценщика, которые также могут содержать ошибки, что может увеличить отсеивание закладных еще на 20%. Кроме того, сама проверка занимает существенный промежуток времени, часть ипотек в ходе проверки погашается, поэтому приходится закладывать большее количество закладных на проверку, что в целом сильно увеличивает расходы на сделку.

Хорошим решением этих сложностей является формирование пула электронными закладными. Конечно, такой возможности должны предшествовать решение банка-оригинатора перейти на выдачу электронных закладных и отказ от бумажных закладных.

Электронные закладные позволяют свести к минимуму отказы включения в реестр ипотечного покрытия, а также в разы сократить сроки проверки. Обычно проверка не занимает более 2–3 дней даже очень больших пулов, а процент отказов составляет в среднем около 2.5%.

Наш спедсер ведет уже десять ипотечных покрытий, сформированных электронными закладными, среди них есть два пула с договорами долевого участия, и мы можем совершенно уверенно говорить о существенном упрощении процедуры по сравнению с документарными закладными.

Одним из факторов, останавливавших банки в переходе на электронные закладные, были сомнения в возможности сменить депозитарий хранения после выпуска электронной закладной. На настоящий момент эти опасения могут быть развеяны. В 2023 году наш депозитарий осуществил прием на учет и хранение ранее выпущенных и учитывавшихся в другом депозитарии электронных закладных. Передача довольно большого числа электронных закладных прошла успешно, и мы можем смело заявлять о работоспособности схемы передачи электронных закладных между различными депозитариями хранения.

Поэтому призываем все банки, работающие с ипотекой, переходить на электронные закладные.

Как вы оцениваете перспективу развития цифровой секьюритизации с использованием ЦФА? Каковы преимущества такого механизма относительно классического?

Сергей САМОХВАЛОВ

— Развивать секьюритизацию необходимо во всех направлениях. Инструменты секьюритизации являются высоконадежным активом и показателем здорового рынка. Если инвестору удобнее инвестировать в секьюритизации через ЦФА, то эту возможность необходимо предоставить. Мы поддерживаем инициативы по развитию рынка и открыты к работе с платформами и биржей над созданием возможных структур секьюритизации с использованием ЦФА и их внедрением. Говорить о преимуществах было бы преждевременно, поскольку полноценное внедрение такого механизма инвестирования потребует регуляторных доработок¹.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Цифровая секьюритизация с использованием ЦФА постепенно переходит из теории в практику, но остаются пробелы, не позволяющие использовать ЦФА в сделках на базе СФО. Может ли СФО приобретать ЦФА как базисный актив для сделок секьюритизации без риска признания данной сделки как выходящей за пределы специальной правоспособности СФО? Если данный вопрос еще можно считать дискуссионным, так как ЦФА фактически могут включать денежные требования, то эмитентом ЦФА специализированное общество быть не может однозначно. Текущее законодательство это не позволяет.

Перспективы развития таковой секьюритизации при наличии необходимого и достаточного регулирования кажутся очевидными: сейчас наступила эра цифровизации, сокращения бумажного документооборота, и заинтересованность как рынка, так и регулятора в новом инструменте есть. Преимущества такого механизма относительно классического могли бы быть

в стандартизации / алгоритмизации и прозрачности для инвесторов, быстром доступе к данным и надежности их хранения. Кроме того, возможно, речь могла бы идти и о сокращении издержек: международный опыт свидетельствует о сокращении операционных расходов. Но это счетная задача с учетом стоимости программного обеспечения и необходимости создания, полагаем, резервного банка данных. Но особенно остро и актуально встает вопрос обеспечения информационной безопасности.



Анна ГОРЕЛОВА

— На данный момент прогнозы по поводу развития цифровой секьюритизации можно строить только в долгосрочной перспективе, так как все-таки развитие ЦФА как самостоятельного инструмента находится на этапе становления.

Наблюдается тенденция развития рынка ЦФА в целом, о чем свидетельствует быстрорастущее число операторов информационных систем цифровых финансовых активов и тестовых выпусков, даже несмотря на достаточно низкую ликвидность в настоящий момент.

В качестве основных преимуществ ЦФА для секьюритизации можно выделить высокую скорость выпуска цифровых прав эмитентами, гибкость обязательств, удостоверяемых цифровыми правами, упрощенный вход на рынок цифровых прав, автоматизацию исполнения условий обязательств с применением смарт-контрактов, неизменность и прозрачность записей, которые вносятся в блокчейн о транзакциях.

Основным минусом ЦФА на данном этапе является несформированность вторичного рынка, да и востребованность ЦФА у инвесторов на первичном рынке пока еще не на достаточно высоком уровне. Представляется, что будет спрос — будет и развитие.

¹ Самохвалов С. Цифровая секьюритизация — с чего начать // Энциклопедии российской секьюритизации — 2023. СПб., 2023. С. 74.

Какой может стать структура сделки секьюритизации с использованием смарт-контрактов?

Сергей САМОХВАЛОВ

— Если помечтать, то смарт-контракт, безусловно, мог бы стать настоящей революцией для структурных проектов: удобство сбора данных по портфелю активов, автоматизация расчетов, контроль за триггерами, предоставление данных инвесторам в режиме онлайн, автоматизация контроля за расходами SPV. Пока это скорее теория. В иностранных юрисдикциях выделяют ряд рисков смарт-контрактов, таких как: программные ошибки (на ком лежит риск, как исправить), субъект, имеющий право вносить изменения в смарт-контракт после размещения сделки, риск компании-разработчика, нестабильность информационного обмена, ошибки при передаче данных из внешних баз, уязвимость систем передачи информации и т.д. Полагаем, что постепенно рынок будет двигаться в сторону повышения эффективности и автоматизации всех процессов, связанных с портфелями активов. Возможно, нас ждет еще несколько промежуточных ступеней, после которых начнут появляться и первые смарт-сделки секьюритизации.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Смарт-контракты позволили бы иметь портфель 100%-но стандартизированных прав, что устранило бы необходимость аудита пула. Теоретически можно было «умным» сделать и расчет выплат инвесторам, вероятно, возможна автоматизация части функционала сервисного и расчетного агентов.

Но пока мы только размышляем о таких возможностях. Международный и опыт секьюритизации на платформе блокчейн уже формируется, хотя сделки пока единичны. У нас должна быть возможность учитывать лучший опыт и учиться не на собственных ошибках.

Анна ГОРЕЛОВА

— Смарт-контракты могут автоматизировать ряд процессов в рамках сделок секьюритизации активов, повысить прозрачность и упростить расчеты. Использование смарт-контрактов может стать толчком к распространению многотраншевой структуры сделок секьюритизации, так как смарт-контракты способствуют упрощению внедрения динамической субординации.

Смарт-контракты позволяют добиться большей прозрачности: информация по размеру обеспечения и исполнению обязательств по базовому активу может обновляться автоматически в реальном времени. В случае установления плавающего процента по облигациям смарт-контракт сможет определять этот процент автоматически, самостоятельно анализируя данные и сопоставляя их с условиями, от которых зависит процентная ставка.

Смарт-контракты предусматривают автоматизированную систему выплат, в то же время сохранив порядок погашения обязательств по облигациям. Без вмешательства человека может происходить и реализация базового актива при наступлении ковенанта.

Какие сделки неипотечной секьюритизации за 2023 год вы можете отметить как наиболее успешные?

Луиза ЛЕСНАЯ

— По-прежнему остается востребованной секьюритизация потребительских кредитов, кредитов МСП, проектного финансирования. Все больше становится закрытых сделок, в том числе по выпуску структурных облигаций с целым ассортиментом базисных активов. Сделки непубличны, но успешны, так как позволяют как достигать поставленные задачи, так и опробовать новые подходы к структурированию.

Анна ГОРЕЛОВА

— К сожалению, 2023 год не показал большого разнообразия сделок неипотечной секьюритизации, но мы с гордостью можем отметить секьюритизацию потребительских кредитов Банка ВТБ (ПАО) в рамках программы облигаций СФО «ВТБ РКС Эталон», которую сопровождала команда LECAP, частью экосистемы которой мы являемся.



Лица
секьюритизации



ВТБ

**Денис СКРИПКИН,**

Управляющий директор Управления секьюритизации Банка ВТБ (ПАО)

Специализируется на структурировании транзакций и взаимоотношениях с инвесторами. В Группе ВТБ работает с 2006 года, опыт работы в банковском секторе — более 20 лет.

За время своей профессиональной карьеры принимал активное участие и руководил проектами по секьюритизации различных типов активов общим объемом свыше 1 трлн рублей. В 2004–2006 годах работал советником заместителя Председателя Правления АКБ РОСБАНК.

Окончил физический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова и магистратуру Высшей школы экономики. В 2011 году получил звание Chartered Financial Analyst, член Ассоциации CFA (Россия).

**Андрей СУЧКОВ,**

Заместитель руководителя Департамента инвестиционных продуктов — начальник Управления секьюритизации — старший вице-президент Банка ВТБ (ПАО)

С начала 1990-х годов непосредственно участвовал в разработке концептуальной, нормативно-законодательной и институциональной основ жилищного ипотечного кредитования в России. Один из учредителей, член Совета Фонда «Институт экономики города» — российской некоммерческой организации, ведущего центра разработки жилищной реформы в РФ, работал исполнительным директором Фонда. Один из разработчиков концепции и создателей Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (ныне — ДОМ.РФ). С 1997 по 2000 год — заместитель генерального директора агентства.

С 2002 года работает в ВТБ. Под его руководством в банке было создано и получило развитие новое направление — жилищное ипотечное кредитование. В 2006 году осуществил первую в России сделку по секьюритизации портфеля ипотечных кредитов. С тех пор ВТБ остается неизменным лидером российского рынка секьюритизации, банк реализовал десятки сделок секьюритизации собственных активов, включая ипотеку, потребительские кредиты, автокредиты, а также предоставляет комплексные услуги по организации и сопровождению сделок для своих клиентов.

Автор многочисленных публикаций по проблемам секьюритизации. Окончил экономический факультет МГУ, кандидат экономических наук.

Газпромбанк

**Полина КРИВОРОТОВА,**

Управляющий директор, Газпромбанк (АО)

В Казначействе Газпромбанка отвечает за следующие основные направления: секьюритизация активов (структурирование, оценка целесообразности сделок, финансовый результат сделок), субординированные облигации для пополнения капитала Банка (AT1/T2), облигации со структурным доходом, а также иные облигации Банка.

Принимает активное участие в развитии нормативной базы по выпуску и учету облигаций, секьюритизации активов, расширению возможностей вложения средств инвесторов в данные инструменты.

С 2012 года работает в Казначействе Газпромбанка, где при участии Полины были реализованы первые выпуски облигаций Газпромбанка с ипотечным покрытием, а также создана платформа по реализации сделок ипотечной секьюритизации (закрыты шесть



Константин ЧЕРНОВ,

Заместитель начальника Департамента заимствований на рынках капитала, Газпромбанк (АО)

Отвечает за привлечение Газпромбанком финансирования на российском и международных рынках заемного капитала, структурные продукты и секьюритизацию активов Банка, а также за отношения с инвесторами в долговые инструменты.

Опыт работы в банковской отрасли составляет 28 лет, большая часть которого связана с работой в Газпромбанке.

Секьюритизацией активов занимается с 2004 года и имеет разнообразный опыт работы над классическими сделками секьюритизации активов как на российском, так и на зарубежных рынках.

С 2020 года организована работа по секьюритизации ипотечного портфеля Газпромбанка (АО) через Фабрику ИЦБ ДОМ.РФ. В настоящее время ведется работа по секьюритизации портфеля неипотечных кредитов Банка.



Елена МУЗЫКИНА,

Директор подразделения «Секьюритизация» АО «ДОМ.РФ»

Имеет 17 лет опыта организации и сопровождения различных по структуре сделок секьюритизации: размещены более 90 выпусков ипотечных облигаций объемом более 2.6 трлн рублей, в качестве оригинаторов в выпусках выступают многочисленные банки из всех сегментов рынка. В части последних значимых вех развития рынка ипотечной секьюритизации отвечала за разработку процессов и документации для секьюритизации субсидируемых ипотечных кредитов, в том числе с залогом прав по ДДУ, а также за организацию ESG-выпусков ипотечных облигаций. Курирует создание цифровой платформы ДОМ.РФ для сделок секьюритизации. Принимает участие в разработке нормативной правовой базы ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг.

Является членом совместного комитета СРО НФА — Ассоциация «Россия» по секьюритизации, входила в состав экспертного совета по секьюритизации финансовых активов при Банке России. Автор многочисленных статей, касающихся проблематики ипотечной секьюритизации.

Окончила Финансовый университет при Правительстве РФ и The Open University в Великобритании (профессиональный сертификат «Менеджмент»).

**Сергей САМОХВАЛОВ,**

Советник, юридическая фирма «Меллинг, Войтишкин и партнеры»

Сергей с 2005 года консультирует клиентов по вопросам, связанным с рынком капитала, структурным финансированием и секьюритизацией. Более 15 лет работал в международной юридической фирме Baker McKenzie — одном из лидеров мирового рынка секьюритизации и структурного финансирования (после отделения от глобальной фирмы — «Меллинг, Войтишкин и партнеры»).

Принимал активное участие в становлении рынка секьюритизации в России. Самые первые проекты по российскому праву были реализованы и структурированы с участием Сергея. Участвовал в реализации более чем 50 проектов секьюритизации и структурного финансирования, включая множество первых в своем роде и уникальных проектов, получивших профессиональные награды. Консультировал крупнейшие российские и иностранные банки, а также рейтинговые агентства по юридическим аспектам подобных проектов. Реализация сложных структурных проектов часто требует кругозора и комплексного понимания того, как такие проекты структурируются в иностранных юрисдикциях, в которых они зародились, а также точного понимания ожиданий рейтинговых агентств и инвесторов.

**Анна ГОРЕЛОВА,**

Генеральный директор, FOCUS Management

Анна имеет более чем 10-летний опыт консультирования крупных российских и международных корпораций и финансовых институтов по широкому спектру вопросов, связанных с рынками капитала. Сопровождала первые в России секьюритизации NPL и потребительских кредитов. Является автором более 20 статей и публикаций, посвященных рынку капиталов и секьюритизации. С 2022 года Анна возглавляет FOCUS Management — управляющую компанию специализированных обществ, под управлением которой уже более 40 SPV, обслуживающих различные выпуски структурных и секьюритизационных продуктов.

Окончила Московский государственный юридический университет им. О. Е. Кутафина по специальности «Юриспруденция». Имеет степень магистра.

**Надежда ГРИШАНЕНКО,**

Руководитель направления бухгалтерского сопровождения, FOCUS Management

Имеет опыт более десяти лет на рынке секьюритизации в качестве специалиста по бухгалтерскому обслуживанию ипотечных агентов, специализированных финансовых обществ и компаний специального назначения. Ее опыт включает работу в самых крупных и известных управляющих компаниях SPV на российском рынке. Присоединилась к компании FOCUS Management в 2022 году, и на данный момент сопровождает обслуживание более 40 специализированных обществ и более чем 20 сделок различного профиля (от классических секьюритизаций до выпуска структурных облигаций любой сложности).

Окончила Финансовый университет при Правительстве РФ по специальности «Бухгалтерский учет, анализ и аудит».

**Артур СТАРОДВОРСКИЙ,**

Старший управляющий директор, департамент структурного финансирования, АО «МСП Банк»

Среди текущих обязанностей Артура: организация проведения сделок секьюритизации активов, в том числе кредитов, предоставленных субъектам МСП; сопровождение сделок секьюритизации активов и взаимодействие с контрагентами — участниками рынка инфраструктуры сделок секьюритизации; осуществление мониторинга основных параметров портфелей по приобретаемым СФО активам и выполнение контроля за соблюдением основных условий (триггеров) в сделках секьюритизации активов; осуществление выборки и проведение сделок купли-продажи активов между Банком и СФО.

Артур имеет более 10 лет опыта работы в направлении секьюритизации, участвовал как на стороне организатора, так и на стороне сопровождения сделок (в том числе в ролях сервисного агента, резервного сервисного агента). Его экспертиза покрывает работу с такими видами активов для сделок секьюритизации, как ипотечные кредиты, автокредиты и кредиты субъектам МСП.

С 2015 по 2020 год выполнял полное сопровождение собственных сделок секьюритизации автокредитов и ипотечных кредитов в АО «Кредит Европа Банк», организовал участие банка в роли резервного сервисного агента в сделке секьюритизации портфеля кредитов субъектам МСП. За время работы в направлении секьюритизации под сопровождением Артура находились портфели секьюритизированных активов на общую сумму более 60 млрд рублей.

В 2001 году окончил Северо-Кавказскую академию государственной службы по специальности «Экономист», г. Ростов-на-Дону.

**Илья БОБРЫШЕВ,**

Руководитель службы организации размещений ценных бумаг, Департамент структурного финансирования, АО «МСП Банк»

Среди текущих обязанностей Ильи: структурирование проектов по секьюритизации кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства; размещение структурных облигаций, обеспеченных кредитами МСП, а также обыкновенных облигаций МСП Банка на российском рынке капитала; развитие направления брокерского обслуживания МСП Банка.

Илья имеет более чем 17-летний опыт работы на финансовых рынках в части структурирования проектов по секьюритизации активов. С 2007 по 2010 год работал в Банке ВТБ, где развивал бизнес по секьюритизации активов в Департаменте секьюритизации и синдикации, а также в Департаменте структурных продуктов. На счету у Ильи участие в более чем 35 проектах по секьюритизации различных видов активов для российских банков и финансовых институтов.

До прихода в МСП Банк работал в ВЭБ Капитале, где отвечал за размещение обыкновенных и структурных облигаций на российском рынке капитала, а также участвовал в реализации Программы инвестиций Внешэкономбанка в проекты строительства доступного жилья и ипотеку в 2010–2013 годах, в рамках которой было выпущено старших траншей облигаций (секьюритизаций) на общую сумму 91.7 млрд рублей.

В 2004 году окончил университет бизнеса Babson College — штат Массачусетс, США.

**Анна ЗАЙЦЕВА,**

Генеральный директор Депозитарной компании «РЕГИОН»

Свою профессиональную деятельность начала в 1995 году. В Группе компаний «РЕГИОН» с 2000 года. В 2003 году становится исполнительным директором Депозитарной компании «РЕГИОН», а с 2006 года возглавляет компанию в должности генерального директора.

Под руководством Анны ДК РЕГИОН стала одним из крупнейших и динамично развивающихся специализированных депозитариев страны. Анна принимает активное участие в рабочих группах по совершенствованию законодательства об ипотечных ценных бумагах.

Окончила Московский инженерно-физический институт (Технический университет) по специальности «Прикладная математика». Получила степень МВА по специальности «Стратегический менеджмент и предпринимательство» в высшей школе МВА «Integral» РЭА им. Плеханова.

**Асия ТОЛМАЧЕВА,**

Начальник отдела специализированного депозитария по обслуживанию ипотечных ценных бумаг Депозитарной компании «РЕГИОН»

В ДК РЕГИОН пришла в 2006 году в отдел секьюритизации, занималась трансграничными сделками с зарубежными инвестиционными банками. С 2013 года является начальником отдела специализированного депозитария по обслуживанию ипотечных ценных бумаг. Участник рабочей группы в НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка).

Окончила Московский институт экономики, политики и права по специальности «Финансы и кредит», переводчик корпоративной корреспонденции.

**Павел ВАСИЛЬЕВ,**

Управляющий директор управления структурных продуктов Департамента глобальных рынков Сбербанка

Павел работает на российском финансовом рынке с 1999 года, занимая различные должности в ведущих российских инвестиционных организациях: «Ренессанс Капитале» (до 2010 года), ВТБ (с 2010 по 2012 год) и в Сбербанке. Работая в Сбербанке более 10 лет, Павел участвовал во внедрении большого числа инициатив, которые успешно используются всем российским рынком: облигации со структурным доходом, структурные облигации, другие типы инвестиционных продуктов и сделок.

В 1997 году Павел закончил Московский государственный институт международных отношений по специальности «Юрист-международник». Участвовал в качестве спикера во многих профильных конференциях, является автором и соавтором статей по профессиональной тематике.

**Андрей ЛИТВИНЦЕВ,**

Исполнительный директор управления структурных продуктов департамента глобальных рынков, Сбербанк

Андрей работает на рынке секьюритизации более 23 лет, из которых 20 лет провел на trading floors американских финансовых компаний, последние три года работает в Сбере. С 2001 по 2008 год — структуратор, банкир, руководитель структураторов на trading floors крупных банков Нью-Йорка. Позднее выступал в роли трейдера, портфельного управляющего, руководителя сейлз и трейдинговых подразделений.

В 1996 году окончил с красным дипломом Московский физико-технический институт, в 2001 году получил степень Doctor of Philosophy в физике в Стони-Брукском университете в США. Является владельцем С.Ф.А. и С.М.Т. чартеров.

**Андрей КОРОЛЕВ,**

Исполнительный директор департамента рынков капитала, ПАО «Совкомбанк»

Более 15 лет занимает руководящие позиции в российских и иностранных компаниях финансового сектора. Основная сфера компетенций — управление и развитие бизнеса в сфере финансов, консультирования и управления рисками. Специализируется на структурировании проектов секьюритизации и иного структурированного финансирования.

В Совкомбанке курирует проекты, связанные с использованием сложноструктурированных финансовых инструментов, а также отвечает за развитие новых направлений деятельности, включая проекты, связанные с целями устойчивого развития, рейтинговое и ESG-консультирование.

Окончил МГТУ им. Н. Э. Баумана и МГУ им. М. В. Ломоносова.

**Леонид БЕЛЬЧЕНКО,**

Директор, управление секьюритизации, ПАО «Совкомбанк»

Обладает 15-летним опытом работы в области структурирования, реализации и оценки рисков сделок секьюритизации на стороне частных банков и рейтингового агентства.

До присоединения к команде Совкомбанка работал в рейтинговом агентстве «Эксперт», где отвечал за присвоение кредитных рейтингов инструментам секьюритизации, а также за разработку методологий оценки сделок секьюритизации, ЦФА, а также проектного, структурного и структурированного финансирования.

В Совкомбанке занимается организацией, оценкой и сопровождением сделок секьюритизации и иных видов сделок финансирования с использованием сложноструктурированных финансовых инструментов.

Окончил Государственный университет управления.



Луиза ЛЕСНАЯ,
Директор «Тревеч Групп»

Работала на различных позициях в компаниях энергетического сектора, в сфере венчурного финансирования. В 2017 году присоединилась к команде «Тревеч Групп» в качестве исполнительного директора. В настоящее время руководит группой.

Формирование и поддержание четких бизнес-процессов, соответствующих запросам рынка, — основная задача руководителя группы. Окончила Дальневосточный государственный университет.



Надежда ЛЕБЕДЕВА,
Руководитель юридической практики «Тревеч Групп»

Обладает 23-летним опытом юридической работы, в том числе более 16 лет — в сфере финансовых рынков и секьюритизации. Участвовала в нормотворческой деятельности на этапе становления и развития рынка секьюритизации в России. Принимала участие в разработке пилотных сделок ипотечной и неипотечной секьюритизации, в том числе сделки ИЦБ с поручительством.

Обладает опытом юридического сопровождения компаний специального назначения — как внутреннего сопровождения, так и структурирования сделки и непосредственной подготовки эмиссионной и договорной документации.

Юридическая практика «Тревеч Групп» активно занимается не только сопровождением сделок секьюритизации, но и подготовкой полного корпуса документов для запуска сделки. Личный опыт руководителя и компетенции команды позволяют предоставлять широкий спектр услуг в области юридического сопровождения сделок секьюритизации.

С отличием окончила юридический факультет Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского.



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

В 2010 году начала свою карьеру в частной инвестиционной компании. В 2012 году присоединилась к команде по корпоративным и инвестиционным рейтингам «Эксперт РА». С 2014 по 2019 год — директор отдела корпоративных и инвестиционных рейтингов «Эксперт РА».

В 2019 году возглавила новое направление для агентства — рейтинги структурированного финансирования. В настоящее время Александра отвечает за развитие нескольких сегментов: кредитные рейтинги сделок секьюритизации, проектного финансирования, структурных продуктов и ЦФА. Имеет опыт работы над CDO и сделками секьюритизации разных типов активов: кредитов МСП, потребительских и ипотечных кредитов. Является членом совместного комитета НФА — Ассоциации «Россия» по секьюритизации, Совета НАУФОР по цифровым активам.

Окончила МГУ им. М. В. Ломоносова.

**Павел КАШИЦЫН,**

Директор по рейтингам структурированного финансирования «Эксперт РА»

До прихода в АО «Эксперт РА» работал в АО «ДОМ.РФ», где занимал должность руководителя направления структурирования сделок в управлении секьюритизации. Ранее возглавлял финансово-экономические управления в АБ «ГПБ-Ипотека» (АО) и АО «Банк БЖФ».

На российском финансовом рынке более 15 лет. Имеет обширный опыт структурирования сделок ипотечной секьюритизации, в том числе на международных рынках, а также подготовки мультиоригинаторных ипотечных выпусков. Также принимал участие в структурировании сделок секьюритизации потребительских кредитов, кредитов МСП и дебиторской задолженности.

В «Эксперт РА» работает над присвоением рейтингов выпускам секьюритизации, проектного финансирования и цифровых финансовых активов.

В 2010 году с отличием окончил механико-математический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова. В 2013 году получил ученую степень кандидата физико-математических наук.

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 и сервисы		
Ipoteka.Global	Ипотечная бизнес-платформа для риелторов и ипотечных брокеров.	t.me/IpotekaGlobal
M2 — Metr квадратный для профи	Полезные материалы, анонсы важных мероприятий и новости рынка.	t.me/m2rieltor
Ipoteka.Center	Самые важные новости платформы и банков-партнеров Ипотека.Центр, информация о новых встречах и просто полезный контент.	t.me/ipotekacenter
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
IPOTEKA 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
ЧАТ: Недвижимость и Ипотека	В чате обмениваются опытом, знаниями и делятся новостями.	t.me/best_realtor
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 все, 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
Банкста	Самый злой канал про банкиров.	t.me/banksta



Приложение 1

Участники рынка

Компании — организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке

Название	Сайт
Sber CIB	www.sbercib.ru
Абсолют Банк	www.absolutbank.ru
Альфа-Банк	www.alfabank.ru
Банк «Держава»	www.derzhava.ru
Банк «ДОМ.РФ»	www.domrfbank.ru
Банк «ФК Открытие»	www.open.ru
БКС КИБ	www.bcsigm.com
Брокерская компания «Платформа»	www.wimplatform.ru
ВТБ Капитал Трейдинг	www.vtbcapital.ru
Газпромбанк	www.gazprombank.ru
Инвестиционный банк Синара	www.sinara-finance.ru

Название	Сайт
Металлвестбанк	www.metallinvestbank.ru
Московский кредитный банк	www.mkb.ru
МСП Банк	www.mspsbank.ru
Промсвязьбанк	www.psbank.ru
Райффайзенбанк	www.raiffeisen.ru
Росбанк	www.rosbank.ru
Совкомбанк	www.sovcombank.ru
Транскапиталбанк	www.tkbbank.ru
ТРИНФИКО	www.trinfico.ru
Экспресс-Кредит	www.expresskd.ru



Банк ВТБ — международная финансовая группа, предоставляющая широкий спектр банковских услуг. В России ВТБ работает с клиентами через разветвленную региональную сеть.

Дочерние организации Группы предоставляют услуги по лизингу, факторингу и другие финансовые сервисы и продукты.

С более подробной информацией можно ознакомиться на сайте: www.vtb.ru

8 800 100 24 24 / VTB.RU

БАНК ВТБ (ПАО), ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 1000



SberCIB — выделенный бизнес-сегмент в составе корпоративно-инвестиционного блока Сбербанка, который работает с крупнейшими клиентами. Данное направление бизнеса предоставляет широкий спектр финансовых решений: от традиционного кредитования до мезонинного и акционерного финансирования, а также хеджирование валютных, процентных и товарных рисков, операции на финансовых рынках, инвестиционную аналитику и сопровождение сделок.

Эксперты компании оказывают полный спектр услуг по секьюритизации, включая анализ активов будущего оригинатора, разработку эффективной структуры портфеля, сопровождение процесса взаимодействия с инвесторами, в том числе прemarketing, размещение и прочие услуги.

Одно из направлений деятельности SberCIB — организация размещений акций на российском рынке IPO/SPO с долей рынка более 70%*. Банк обладает командой профессионалов с большим опытом работы на финансовых рынках, инфраструктурой по аналитическому покрытию, структурированию и дистрибуции продуктов.



* Собственные данные Сбербанка.

IPO — первичное публичное размещение акций, SPO — вторичное публичное предложение акций.

Наименование SberCIB используется в качестве бренда для идентификации продуктов и услуг, не является фирменным наименованием. В зависимости от типа продукта, юрисдикции сторон и применимого права стороной по сделке может выступать одна из компаний группы ПАО Сбербанк. Реклама. Рекламодатель — ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015, лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003. Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, 19, тел.: +7 (495) 500 55 50, 8 800 555 55 50; www.sberbank.ru.

На правах рекламы



ДОМ.РФ — один из крупнейших финансовых институтов России, который более 25 лет занимается развитием жилищной сферы и является оператором мер государственной поддержки.

Группа объединяет направления деятельности, способствующие повышению доступности жилья, прогрессу рынка жилищного и инфраструктурного строительства, развитию ипотечного кредитования, цивилизованной аренды, формированию комфортной городской среды.

Развитие рынка ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг — одно из основных направлений деятельности ДОМ.РФ. В 2016 году был запущен механизм секьюритизации ипотечных кредитов через выпуск стандартизированных однотраншевых ипотечных ценных бумаг с полным солидарным поручительством Института развития в жилищной сфере.

За период 2016–2023 годов состоялось 64 выпуска облигаций на сумму 2,4 трлн рублей. Сегодня ИЦБ ДОМ.РФ составляет 99% от общего объема ипотечных ценных бумаг и около 6% от всех корпоративных облигаций в обращении.

На правах рекламы



ПАО «Совкомбанк»
123022, г. Москва, 1-й Земельный
переулок, 1, БЦ «Земельный»
+7 495 988 93 70
cib@sovcombank.ru
sovcombank.ru

Генеральная лицензия № 963
от 5 декабря 2014 года

Направки рекламы

Совкомбанк – быстрорастущая и высокодоходная финансовая группа, включающая системно значимый банк, крупные страховые, лизинговую и факторинговую компании. Средняя доходность капитала акционеров за последние 10 лет – 36%, а темпы роста капитала акционеров – 31%. Размеры группы позволяют работать со всеми крупнейшими компаниями, инвестировать в технологии, а небольшая доля рынка (1.6%) оставляет огромный потенциал для роста.

Совкомбанк входит в топ-5 рейтинга организаторов облигаций и организаторов сделок секьюритизации и ипотечных облигаций России по итогам 2019–2023 годов. (по версии Sбonds). В 2023 году стал обладателем премий Loans Sбonds Awards и информационного портала Preqvеса в номинациях «Лучший российский банк на рынке синдикаций СНГ» и «Лучший инвестиционный банк на рынке M&A». Банк – лауреат Национальной премии в сфере инфраструктуры «РОСИНФРА-2021» в номинации «Лучшие проекты ГЧП в Московской области».

Кредитные рейтинги Совкомбанка по национальной шкале: АКРА – «АА», прогноз «развивающийся», «Эксперт РА» – «ruAA», прогноз «стабильный», «НКР» – «АА», прогноз «неопределенный» и ESG-рейтинг на уровне ESG-II(b), прогноз «стабильный» от «Эксперт РА».

Банки-оригинаторы — участники рынка ипотечного кредитования*

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2023 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2022 году, %
Сбербанк	4 665 578	81.3
ВТБ	1 491 058	54.7
Альфа-Банк	387 912	88.3
Банк ДОМ.РФ	253 300	39.4
Банк «ФК Открытие»	166 451	62.3
Росбанк	145 407	59.0
Газпромбанк	134 050	38.9
Совкомбанк	126 793	49.0
Россельхозбанк	80 680	0.4

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2023 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2022 году, %
Промсвязьбанк	71 492	-31.9
Тинькофф Банк	52 194	127.8
Банк «Уралсиб»	41 393	97.0
РНКБ	40 412	80.9
Банк «Санкт-Петербург»	38 535	48.0
Московский кредитный банк	28 096	-64.5
Ак Барс Банк	27 508	-15.3
Абсолют Банк	19 364	-12.5
Банк «Центр-инвест»	18 598	53.9
УБРиР	11 368	-11.4
Транскапиталбанк	11 043	176.7
Банк «Кубань Кредит»	10 828	22.6
Банк «Левобережный»	9643	68.6
Примсоцбанк	8893	0.0
МТС Банк	7417	-29.1
ВБРР	6883	113.0

Источник: РУСИПОТЕКА

* Топ-25 ведущих ипотечных банков по итогам 2023 года согласно рейтингу компании «РУСИПОТЕКА».

Российские рейтинговые агентства

Название	Сайт
АКРА	www.acra-ratings.ru
«Эксперт РА»	www.raexpert.ru
Национальные Кредитные Рейтинги	www.ratings.ru
Национальное Рейтинговое Агентство	www.ra-national.ru

Юридические и финансовые консультанты

Название	Сайт
Baker & McKenzie	www.bakermckenzie.com
Clifford Chance	www.cliffordchance.com
LECAP	www.lecap.ru
FOCUS Management	www.uk-focus.ru
Trewetch Group	www.trewetch-group.ru
«АБ Проспект»	www.prospect-1f.ru
«Деловые Решения и Технологии»	www.delret.ru
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»	www.epam.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
«Меллинг, Войтишкин и партнеры»	www.mv.legal



Луиза ЛЕСНАЯ
Директор

Тел. +7 499 286-20-31
lesnaya@trewetch-group.ru

119435
Россия, Москва,
Большой Саввинский пер.,
д. 10, стр. 2А
trewetch-group.ru

На правах рекламы

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.

Комплексные и эффективные решения по структурированию финансовых продуктов на рынках капитала



LECAP — ЮРИДИЧЕСКИЙ КОНСУЛЬТАНТ

- Создание продукта
- Эмиссионная документация
- Сопровождение размещения выпусков
- Сопровождение раскрытия информации в ленте новостей и на закрытых страницах
- Сопровождение сделок за рубежом
- Содействие в разработке инвестиционного кейса

FOCUS — УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

- Создание и сопровождение деятельности SPV
- Учреждение некоммерческих фондов
- Услуги по управлению и бухгалтерскому учету
- Функции платежного агента
- Раскрытие информации на публичных и закрытых страницах эмитентов
- Организация открытия счетов
- Обеспечение комплексного функционирования любого SPV

LCPIS — ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

- Контроль за залоговым обеспечением
- Сторона по обеспечению документации
- Упрощенная процедура изменения документации без СФО
- Выполнение функций расчетного агента

lecap@lecap.ru
www.lecap.ru
+7 (495) 122 05 17

info@uk-focus.ru
www.uk-focus.ru
+7 (495) 197 83 77

info@lcpis.ru
www.lcpis.ru
+7 (499) 550 95 26

На правах рекламы



Специалисты Melling, Voitishkin & Partners **более 20 лет** занимают лидирующие позиции на рынке юридических и налоговых услуг, оказываемых на рынках капитала, структурного финансирования, секьюритизации и синдицированного кредитования.

Наша команда участвовала в структурировании и реализации целого ряда новаторских сделок секьюритизации с различными активами — потребительские кредиты, автокредиты, кредиты МСП, ипотека, лизинг, арендные платежи, факторинг и пр. Наша команда закрыла **более 100 сделок** в России и странах СНГ, включая первые в своем роде сделки секьюритизации с кредитами МСП и лизинговой задолженностью.

Мы осуществляем реализацию проектов «под ключ» в режиме «одного окна», помогаем правильно структурировать проекты, в том числе с использованием нескольких юрисдикций.

Melling, Voitishkin & Partners — приоритетный партнер Baker McKenzie в России.

Наши клиенты отмечают «безупречную работу», «высокий профессионализм» и «грамотное планирование».

Согласно авторитетным рейтингам **Право-300, Коммерсантъ, Chambers Europe, Legal 500 EMEA** фирма Melling, Voitishkin & Partners является ведущей фирмой в области структурного финансирования, секьюритизации и рынков капитала в России.

Контакты: Россия, 125196, Москва
ул. Лесная, 9,
Белые Сады, 10 этаж
+7 495 787-27-00
🌐 mv.legal

Сергей Самохвалов
Sergey.Samokhvalov@mv.legal

На правах рекламы

Крупнейшие депозитарии по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов РС (деп.)*

№ п/п	Наименование	Статус	РС (деп.), млн руб.	Сайт
1	АО «Специализированный депозитарий „ИНФИНИТУМ“»	Специализированный депозитарий	5 985 715.25	www.specdepo.ru
2	АО «ВТБ Специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	3 074 117.93	www.vtbsd.ru
3	ООО «СДК „Гарант“»	Специализированный депозитарий	3 013 505.93	www.sdkgarant.ru
4	АО «Независимый специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	709 584.04	www.nzsd.ru
5	ООО «СД Партнер»	Специализированный депозитарий	466 555.31	www.depository.ru
6	АО «ОСД – Р.О.С.Т.»	Специализированный депозитарий	238 944.50	www.usdepo.ru
7	АО «ДК РЕГИОН»	Специализированный депозитарий	231 655.95	www.region-dk.ru
8	АО «Национальная кастодиальная компания»	Специализированный депозитарий	18 449.58	www.nkk-sd.ru

* По данным Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) в сотрудничестве с Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) на 30.06.2023, www.safedepo.ru.



РЕГИОН
ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ

ТОП-5

По данным ПАРТАД за 6 месяцев 2023 года

по стоимости контролируемого имущества
по суммарной величине собственных средств
и страхового покрытия
по количеству обслуживаемых клиентов

под контролем

более **1**
трлн рублей*

проверено

>700 000
закладных*

на учете

>100 000
электронных закладных*

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 045-09028-000100, выданная ФСФР России 4 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.

* по итогам 2023 года
АО «ДК РЕГИОН»

Топ-10 крупнейших управляющих компаний по стоимости чистых активов (СЧА)*

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб.	Сайт
1	«Первая»	360 209.66	www.first-am.ru
2	«Альфа-Капитал»	273 122.19	www.alfacapital.ru
3	«ВИМ Инвестиции»	246 014.09	www.wealthim.ru
4	Современные Фонды Недвижимости	116 904.83	www.sfn-am.ru
5	ДОМ.РФ Управление активами	94 758.19	www.domrf-am.ru
6	«Райффайзен Капитал»	92 939.99	www.raiffeisen-capital.ru
7	РСХБ Управление активами	64 780.80	www.rshb-am.ru
8	«Тинькофф Капитал»	60 666.91	www.tinkoffcapital.ru
9	«АГАНА»	60 523.59	www.agana.ru
10	«Промсвязь»	41 387.31	www.upravlyaem.ru

* По данным Investfunds.ru на 29.02.2024.

Топ-10 крупнейших фондов недвижимости по стоимости чистых активов (СЧА)*

№ п/п	Фонд	Управляющая компания	СЧА, млн руб.	Сайт
1	«Современный Арендный бизнес 7»	«Современные Фонды Недвижимости»	98 018.60	www.sfn-am.ru
2	«ДОМ.РФ»	«ДОМ.РФ Управление активами»	94 758.19	www.domrf-am.ru
3	«АК БАРС — Горизонт»	«АК БАРС КАПИТАЛ»	25 845.62	www.akbars-capital.ru
4	Казанский земельный инвестиционный фонд	«Капитал-Траст-Инвест»	22 057.01	www.uk-capitalinvest.ru
5	«Михайловский — Рентный»	«Михайловский»	19 973.06	www.ukmik.ru
6	«РВМ Мегapolis»	«РВМ Капитал»	12 249.59	www.rwmcapital.ru
7	«Реконструкция и Развитие»	«Деловой Дом Калита»	10 188.34	www.ukkalita.com
8	«Современный 8»	«Современные Фонды Недвижимости»	9693.68	www.sfn-am.ru
9	«Современный Арендный бизнес»	«Современные Фонды Недвижимости»	8483.13	www.sfn-am.ru
10	«РД 2»	«Сбережения плюс»	7883.27	www.savingsim.ru

* По данным Investfunds.ru на 29.02.2024.

Market & Reference Data в структурированном

ВИДЕ

Глобальное покрытие: вся информация по облигациям, акциям, РФ ПИФ, ETF и эмитентам; индексы и деривативы; mutual funds

Многоуровневая верификация данных

Cbonds API

90% Топ-30 банков РФ — наши клиенты

Котировки с иностранных бирж

Историческая глубина более **40 лет**

Готовые коробочные решения от партнеров-разработчиков

Наши партнеры: НРД, ЦБ, MOEX, Deutsche Börse, LSE, SIX Group

Наши данные используются:

- при расчете и оценке рисков
- для учета финансовых инструментов
- в оценке портфеля ценных бумаг
- при сборе и анализе больших массивов данных

Подключение в течение одного дня!



Реклама

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



Приложение 2

Статистика рынка

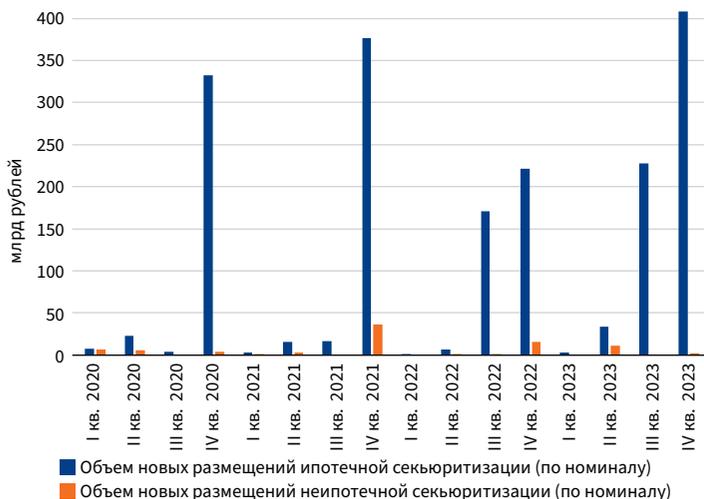
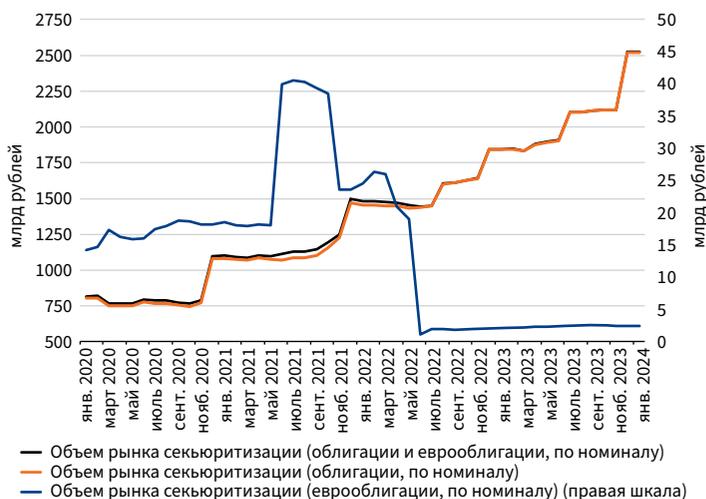


Рисунок 1
Объем новых размещений на внутреннем рынке секьюритизации и ИЦБ
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 2
Объем рынка секьюритизации
Источник: Cbonds.ru



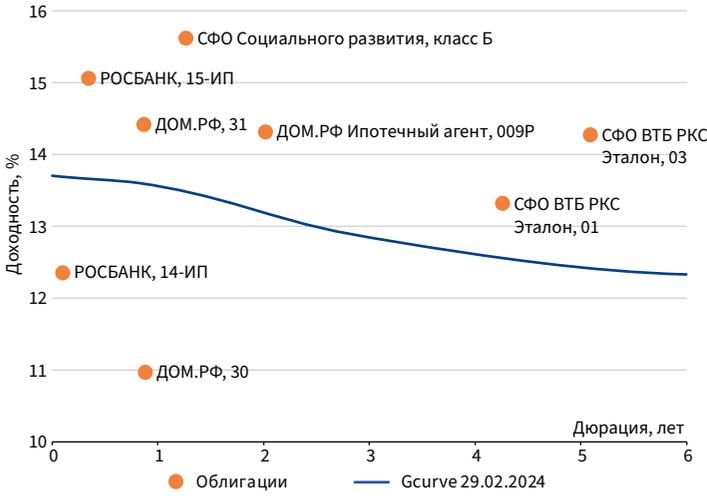


Рисунок 3
Карта доходности на рынке секьюритизации, обеспеченных и ипотечных облигаций, 29 февраля 2024 года
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 4
Крупнейшие originаторы по объему секьюритизированных активов (по номиналу)
Источник: Cbonds.ru

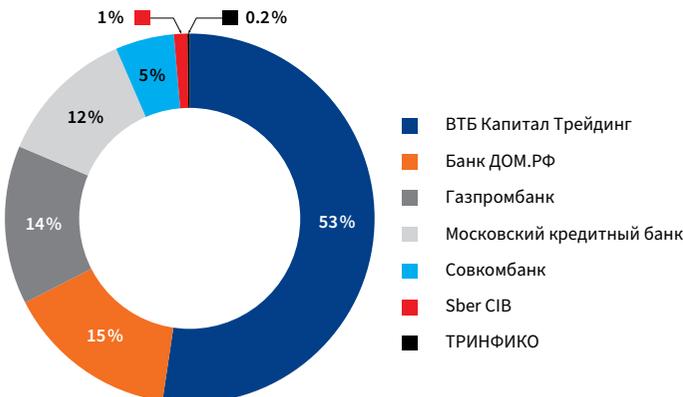
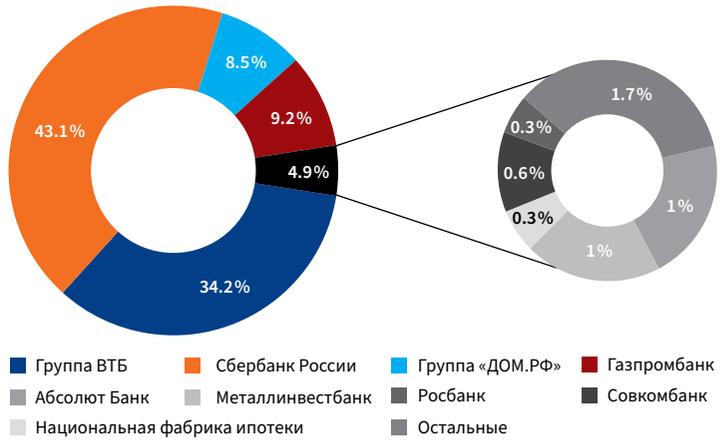


Рисунок 5
Крупнейшие организаторы по объему размещения облигаций на рынке секьюритизации в 2023 году
Источник: Cbonds.ru

Таблица 1. Сделки секьюритизации* на российском долговом рынке

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Группа ВТБ (AAA(RU) / ruAAA / AAA.ru / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 002Р	48 197.8	3329.5	07.12.2017	28.04.2046	11.5	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 006Р	74 263.8	11 266.6	26.11.2018	28.05.2048	9.95	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 009Р	72 973.5	16 440.2	29.05.2019	05.04.2029	9.5	-/-	Банк ДОМ.РФ, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 010Р	95 652.8	24 404.9	30.10.2019	28.09.2049	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 013Р	96 608.1	25 539.3	25.12.2019	07.05.2050	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-04	191 455.7	77 878.4	21.12.2020	28.06.2051	7.9	-/-	ВТБ Капитал
СФО ВТБ РКС-1, 01	35 000.0	35 000.0	10.06.2021	01.12.2030	8	-/ ruAAA.sf	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-16	207 605.0	135 447.7	23.12.2021	28.11.2031	7.65	-/-	ВТБ Капитал
СФО ВТБ РКС Эталон, 01	10 000.0	8941.1	21.11.2022	02.04.2030	11	-/ ruAAA.sf	Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-29	54 789.5	44 455.1	22.12.2022	28.11.2032	17.7	-/-	Брокерская компания «Платформа»
СФО ВТБ РКС Эталон, 02	10 000.0	10 000.0	03.05.2023	03.04.2031	11	-/ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг, Совкомбанк, Банк «ФК Открытие»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-39	49 927.8	48 564.2	22.12.2023	28.11.2033	17.86	-/-	Банк «ФК Открытие», Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-40	109 723.7	105 950.3	25.12.2023	28.11.2033	9	-/-	Банк «ФК Открытие»
СФО ВТБ РКС Эталон, 03	1631.2	1631.2		03.12.2032	13.5	-/ruAAA.sf	Банк «ФК Открытие»
Итого	1 057 828.9	548 848.6					
Сбербанк России (AAA(RU) / - / AAA.ru / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 001Р	49 999.8	9216.5	26.05.2017	28.09.2049	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 007Р	46 088.5	12 960.1	21.12.2018	28.06.2048	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 012Р	24 085.6	7762.8	13.12.2019	28.07.2049	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 016Р	1035.6	387.4	17.07.2020	28.07.2050	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-06	45 718.9	20 547.5	24.12.2020	28.05.2051	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB

* Приведены сделки с активным статусом на 02.03.2024, данные сгруппированы по оригинатору и упорядочены по дате размещения.

** Кредитные рейтинги от АКРА / «Эксперт РА» / НКР / НРА

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-14	69 302.8	42 647.5	26.11.2021	28.11.2031	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-20	155 407.1	114 485.3	12.08.2022	28.06.2032	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-31	60 843.0	45 480.8	23.12.2022	28.09.2032	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-36	197 427.7	171 333.7	07.07.2023	28.06.2033	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-42	220 287.7	220 287.7	19.12.2023	28.09.2033	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-43	45 499.9	45 499.9	16.02.2024	28.11.2033	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
Итого	915 696.7	690 609.1					
Группа «ДОМ.РФ» (AAA(RU) / ruAAA / - / -)**							
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс А3	6459.0	1384.8	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, 004Р	4751.3	729.7	08.10.2018	28.09.2047	8.3	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 008Р	5149.9	971.7	20.12.2018	28.12.2044	9.28	-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 015Р	16 252.7	4826.6	18.06.2020	28.05.2049	5.9	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 014Р	6652.6	2415.2	26.06.2020	28.05.2047	5.75	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 018Р	14 018.9	5824.3	19.11.2020	28.02.2051	5.85	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-03	16 540.1	6447.5	10.12.2020	28.12.2049	6	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-02	10 206.3	4425.1	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	5423.3	22.04.2021	28.06.2049	6.9	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-09	9749.2	5845.3	07.09.2021	28.08.2031	7.65	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-12	1857.3	1130.5	29.10.2021	28.08.2031	5.5	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-13	5353.1	3532.9	17.11.2021	28.10.2031	16.65	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-17	31 410.3	20 926.8	21.12.2021	28.11.2031	6.8	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-18	6183.7	4836.1	03.06.2022	28.05.2032	16.4	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-19	6704.2	5271.1	01.07.2022	28.06.2032	16.65	-/-	Банк ДОМ.РФ

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-22	6638.7	5515.5	29.09.2022	28.09.2032	16.6	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-26	5477.8	4773.7	30.11.2022	28.11.2032	16.47	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-27	20 597.3	16 184.3	12.12.2022	28.11.2032	7.4	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-32	6128.8	5253.2	23.12.2022	28.11.2032	16.7	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-33	16 515.6	13 900.9	26.04.2023	28.03.2033	8.6	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-34	17 391.2	16 222.8	29.06.2023	28.06.2033	16.9	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	225 975.3	136 526.0					
Газпромбанк (AA+(RU) / ruAA+ / - / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 017Р	7244.7	2992.3	30.10.2020	28.11.2050	5.2	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-05	49 087.0	21 997.4	25.12.2020	28.03.2051	6.4	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-11	48 293.5	32 478.8	28.10.2021	28.10.2031	6.8	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-28	48 883.7	39 468.2	26.12.2022	28.09.2032	7.75	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-37	29 839.2	28 449.6	29.09.2023	23.09.2033	Определяет эмитент	-/-	Банк ДОМ.РФ, Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-41	22 247.1	22 247.1	25.12.2023	28.09.2033	7.8	-/-	Газпромбанк
Итого	205 595.2	147 633.3					
Металлинвестбанк (A-(RU) / Withdrawn / A.ru / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 011Р	4923.7	1410.2	25.10.2019	28.01.2050	7.1	-/-	Металл-инвестбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-08	4742.3	2557.6	23.04.2021	28.04.2051	6.95	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-10	3087.6	2064.7	18.10.2021	28.07.2031	7	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-23	5039.3	4150.5	18.10.2022	28.09.2032	8	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-38	6111.8	5755.5	23.10.2023	28.09.2033	7.85	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	23 904.8	15 938.5					
Абсолют Банк (- / ruA- / A-ru / -**)							
Ипотечный агент Абсолют 5, 01	3003.0	899.0	06.08.2020	12.12.2052	6.35	AAA(ru.sf) / -	Райффайзен-банк, АБСОЛЮТ БАНК, BCS Global Markets
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-15	10 093.4	7288.7	24.12.2021	28.09.2031	7.83	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-24	10 034.8	8326.8	28.10.2022	28.09.2032	7.85	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	23 131.2	16 514.5					

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Росбанк (AAA(RU) / ruAAA / - / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 05	7207.0	2298.8	18.03.2020	28.04.2045	6.5	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-01	5825.2	2756.2	11.12.2020	28.10.2045	6.05	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	13 032.2	5055.0					
Совкомбанк (AA-(RU) / ruAA / AA-.ru / -**)							
СФО СФИ 3, 1	1500.0	1393.5	27.12.2021	26.12.2024	20.5	-/-	Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-21	2317.1	1800.8	22.09.2022	28.07.2032	8.2	-/-	Банк ДОМ.РФ
СФО СФИ 3, 2	1500.0	1500.0	14.10.2022	13.10.2025	20.5	-/-	Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-30	4465.5	3518.4	22.12.2022	28.10.2032	9.46	-/-	Банк ДОМ.РФ
СФО СФИ 3, 3	1000.0	1000.0	26.04.2023	25.04.2026	Определяет эмитент	-/-	Совкомбанк
Итого	10 782.5	9212.6					
Национальная фабрика ипотеки (- / - / - / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 04	2663.5	640.7	27.12.2019	28.05.2040	6.5	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001P-25	5527.9	3908.8	23.11.2022	28.10.2032	9.35	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	8191.4	4549.6					
Банк жилищного финансирования (- / ruB+ / - / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 01	2108.6	164.1	28.12.2016	28.12.2039	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 03	1957.9	177.7	26.12.2017	28.10.2037	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ИА Титан-5, класс Б	300.0	300.0	16.02.2023	26.06.2050	11	-/-	Sber CIB
ИА Титан-5, класс В	300.0	300.0	16.02.2023	26.06.2050	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ИА Титан-5, класс А	2540.0	1814.3	20.02.2023	26.06.2050	10.65	AAA(ru.sf)/-	Sber CIB
Итого	7206.5	2756.1					
Тинькофф Банк (A+(RU) / ruAA- / - / -**)							
Ипотечный агент ТБ-1, А	5622.5	1059.5	08.07.2021	23.03.2034	7.9	AAA(ru.sf) / -	Банк Синара, Совкомбанк, ВТБ Капитал, Промсвязьбанк, Транскапитал-банк
Ипотечный агент ТБ-1, Б	877.5	877.5	08.07.2021	23.03.2034	Определяет эмитент	-/-	Совкомбанк
Итого	6500.0	1937.0					
Солар Системс (- / - / - / -**)							
СФО Русол 1, класс А	4700.0	3160.0	12.02.2020	15.02.2031	12.769	A+(RU) / -	Совкомбанк
СФО Русол 1, класс Б	900.0	648.5	12.02.2020	15.02.2031	16.769	BBB+(RU) / -	Совкомбанк, BCS Global Markets
СФО Русол 1, класс В	100.0	80.0	12.02.2020	15.02.2031	19.269	-/-	Совкомбанк
Итого	5700.0	3888.5					

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Группа «ВИС» (A(RU) / ruA+ / - / -**)							
СФО Социального развития, класс А	3216.1	1823.6	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	1798.5	1019.8	30.06.2020	08.01.2027	16.31	- / ruA-.sf	BCS Global Markets, Банк «ФК Открытие», Совкомбанк
СФО Социального развития, класс М	560.0	548.9	30.06.2020	08.01.2027	Определяет эмитент	- / -	
Итого	5574.6	3392.3					
ИнтехБанк (- / - / - / -**)							
Ипотечный агент ИНТЕХ, класс Б	216.2	51.8	27.03.2015	04.05.2045	Определяет эмитент	- / -	ИнтехБанк, Банк «ДОМ.РФ»
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс А/4	2127.0	15.7	29.04.2016	17.11.2045	11	- / -	
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б/4	111.9	111.9	29.04.2016	17.11.2045	Определяет эмитент	- / -	
Итого	2455.1	179.5					
АБК-инвест (- / - / - / -**)							
СФО Азимут, класс А	1600.0	893.1	16.04.2021	16.04.2025	17.41	- / -	Совкомбанк
СФО Азимут, класс Б	400.0	400.0	16.04.2021	16.04.2025	Определяет эмитент	- / -	Совкомбанк
Итого	2000.0	1293.1					
ФАСП (- / - / - / -**)							
СФО Аккорд Финанс, класс Б	5.0	5.0	17.02.2020	07.02.2028	1.0429	- / -	ТРИНФИКО
СФО Т-Финанс, класс Б	5.0	5.0	12.01.2021	02.01.2029	0.4011	- / -	
СФО Ф-Капитал, класс А	550.0	5.5	08.04.2021	08.04.2026	8.5	- / -	Банк «Держава», ТРИНФИКО
СФО Ф-Капитал, класс Б	5.0	5.0	08.04.2021	08.04.2031	1.2167	- / -	
СФО Капитал Плюс, класс Б	15.0	5.0	27.04.2022	14.04.2032	1.2033	- / -	
Итого	580.0	25.5					
Т-Капитал (- / - / - / -**)							
СФО Рекорд Финанс, 01	14.0	1.5	06.09.2022	31.08.2027	15	- / -	
СФО Прима-Финанс, класс Б	5.0	5.0	18.10.2022	05.10.2032	0.4011	- / -	
Итого	19.0	6.5					
Другие оригинаторы							
Ипотечный агент Московский, 01	12 000.0	3597.8	15.08.2014	17.09.2028	7	- / -	Организатор: Банк «ФК Открытие» Оригинатор: Банк «ФК Открытие»

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Ипотечный агент ТФБ1, класс В	140.8	140.4	16.01.2015	26.03.2047	Определяет эмитент	-/-	Организатор: Sber CIB Оригинатор: «Татфондбанк»
СФО Локосервис финанс, 01	4373.0	1792.9	20.06.2017	20.06.2027	8.68	-/ Withdrawn	Организатор: Альфа-Банк Оригинатор: «ЛокоТех-Сервис»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 003Р	7557.0	511.3	20.12.2017	28.04.2042	Определяет эмитент	-/-	Оригинатор: Райффайзен-банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 005Р	6187.8	1146.8	11.07.2018	28.04.2043	8	-/-	Оригинатор: «ДельтаКредит» (Росбанк)
СФО Западный проект, 01	19.0	19.0	28.09.2020	22.09.2025	13	-/-	Оригинатор: «Нэйва»
СФО Легал Финанс, 01	120.0	120.0	29.10.2021	28.10.2026	Определяет эмитент	-/-	Оригинатор: «Сириус-Трейд»
СФО Проект НТ 2, 02	2.0	0.01	22.09.2022	16.09.2027	Определяет эмитент	-/-	
СФО МОС МСП 2, класс А-2021	4000.0	3384.9	28.12.2022	26.05.2033	9.55	-/-	Организаторы: МСП Банк, Промсвязьбанк, Совкомбанк Оригинатор: МСП Банк
СФО НРВК-1, класс А	1000.0	1000.0	15.11.2023	25.09.2046	14.8	-/-	Организатор: Совкомбанк
СФО НРВК-1, класс Б	250.0	250.0	15.11.2023	25.09.2046	14.8	-/-	Организатор: Совкомбанк
СФО Оф, класс Б	1.0	1.0	22.11.2023	08.11.2033	0.4011	-/-	
СФО Оф, класс А	520.0	460.7	24.11.2023	14.11.2028	10	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оригинатор: АКР
СФО Проект НТ 1, 01	498.0	498.0	16.02.2024	30.01.2029	12	-/-	
СФО Проект НТ 1, 02	2.0	2.0	16.02.2024	30.01.2029	Определяет эмитент	-/-	
Итого	36 670.6	12 424.8					
Мультиоригинаторные сделки							
СФО ИнвестКредит Финанс, класс Б	5.0	5.0	24.03.2020	12.03.2030	1.2167	-/-	Организаторы: ТРИНФИКО, Банк «Держава» Оригинаторы: ФАСП, «Т-Капитал»
ИА Титан-3, класс А	2275.0	413.3	03.03.2021	28.07.2053	7.45	AAA(ru.sf) / -	Организатор: Sber CIB Оригинаторы: Азиатско-Тихоокеанский Банк, Банк БЖФ

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ИА Титан-3, класс Б1	323.6	323.6	03.03.2021	28.07.2053	Определяет эмитент	-/-	Оргинаторы: Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский Банк
ИА Титан-3, класс Б2	228.9	228.9	03.03.2021	28.07.2053	Определяет эмитент	-/-	Оргинаторы: Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский Банк
СФО Титан, 02	100.0	0.1	24.03.2021	15.04.2024	5	-/-	Организатор: «Экспресс-Кредит» Оргинаторы: «Югория», «АРС Финанс», «Экспресс-Кредит»
СФО Титан, 01	274.0	274.0	22.04.2022	15.04.2029	7	-/-	Оргинаторы: «Югория», «АРС Финанс», «Экспресс-Кредит»
СФО Сф, класс А	440.0	224.8	19.07.2022	13.07.2027	10	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оргинаторы: Национальная служба взыскания, «Агентство кредитных решений», ФАСП, «Бизнес-Альянс»
СФО Сф, класс Б	5.0	5.0	19.07.2022	06.07.2032	0.4011	-/-	Оргинаторы: Национальная служба взыскания, «Агентство кредитных решений», ФАСП, «Бизнес-Альянс»
СФО Альта, класс А	310.0	252.1	22.12.2022	16.12.2027	10	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оргинаторы: ФАСП, «Агентство кредитных решений»
СФО Альта, класс Б	5.0	5.0	22.12.2022	09.12.2032	0.4011	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оргинаторы: ФАСП, «Агентство кредитных решений»
Итого	3966.5	1731.9					
Итоговая сумма	2 554 810.5	1 602 522.5					

Таблица 2. Сделки секьюритизации* российских компаний на международном долговом рынке

Источник: Cbonds.ru

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	Ипотека	Организатор: «ВТБ Капитал», Greenwich Financial Services Соорганизатор: RBI Group, Banco Finantia
URSA Mortgage Finance S.A., 11.0% 15dec2052, RUB (Z, ABS)	1005.7	920.4	RUB	27.12.2007	15.12.2052	11	Ипотека	Организатор: Bayerische Hypo- and Vereinsbank AG и UBS Limited
Coriolanus DAC, 0% 30apr2025, USD (5726D, ABS)	14.2	14.2	USD	19.08.2009	30.04.2025	0	н/д	Организатор: Deutsche Bank
Coriolanus DAC, FRN 30apr2025, USD (ABS)	15.6	15.6	USD	22.12.2009	30.04.2025	3m LIBOR USD	н/д	Организатор: Deutsche Bank
Итого, \$ млн	43.9	43.0						

* Приведены сделки с активным статусом на 02.03.2024, данные упорядочены по дате размещения.

Таблица 3. Обеспеченные и ипотечные облигации* на российском долговом рынке (без учета сделок секьюритизации)

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Организатор
Группа «ДОМ.РФ» (AAA(RU)/ruAAA**)						
ДОМ.РФ, 15	7000.0	7000.0	27.08.2009	15.09.2028	14.5	БМ-Банк, КБ Ситибанк, Райффайзенбанк, Сбербанк России, ТрансКредитБанк
ДОМ.РФ, 25	6000.0	6000.0	29.04.2013	01.10.2026	16.1	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 26	6000.0	6000.0	25.06.2013	01.11.2029	14	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 30	6000.0	6000.0	28.04.2014	01.03.2033	14.05	Sber CIB, Райффайзенбанк
ДОМ.РФ, 31	7000.0	7000.0	13.01.2015	01.02.2034	14	«ВТБ Капитал», Газпромбанк
Итого	32 000.0	32 000.0				
Росбанк (AAA(RU)/ruAAA**)						
РОСБАНК, 14-ИП	5000.0	250.0	27.03.2014	27.03.2024	12	Росбанк
РОСБАНК, 13-ИП	7000.0	7000.0	01.10.2014	01.10.2024	6.9	Росбанк
РОСБАНК, 15-ИП	5000.0	937.5	10.10.2014	10.10.2024	11.92	Росбанк
Итого	17 000.0	8187.5				
Итого в обращении	49 000.0	40 187.5				

* Приведены сделки с активным статусом на 10.03.2024, данные упорядочены по дате размещения.

** АКРА / «Эксперт РА»

Таблица 4. Дефолты по сделкам секьюритизации*

Источник: Cbonds

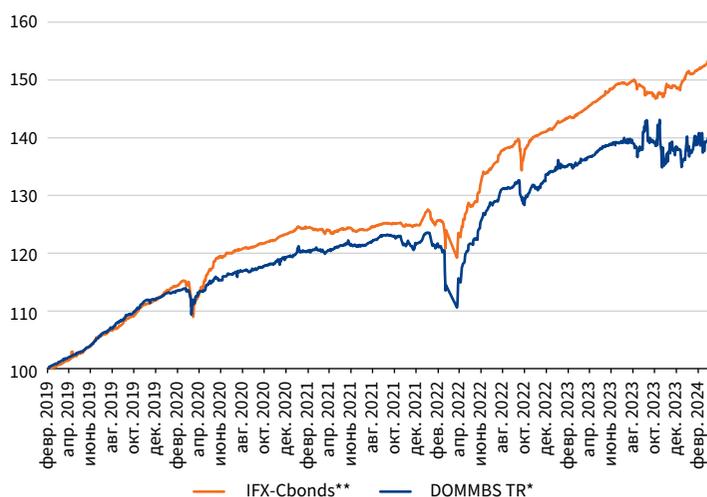
Эмиссия	Вид обязательства	Планируемая дата исполнения	Дата исполнения в рамках технического дефолта	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн руб.	Объем эмиссии, млн руб.	Причина дефолта
Еврокоммерц, 2010 (ABS, Warehouse)	Погашение	15.03.2010	14.04.2010	Дефолт	11 750.0	11 750.0	Банкротство
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	18.09.2017	02.10.2017	Дефолт	423.48	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.12.2017	29.12.2017	Дефолт	546.49	10 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	19.03.2018	02.04.2018	Дефолт	416.52	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.06.2018	29.06.2018	Дефолт	543.50	10 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2018	01.10.2018	Дефолт	423.48	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.12.2018	29.12.2018	Дефолт	1.86	10 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	18.03.2019	01.04.2019	Дефолт	124.87	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	18.06.2019	02.07.2019	Дефолт	14.05	10 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2019	01.10.2019	Дефолт	126.96	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2020	31.03.2020	Дефолт	125.56	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2020	01.10.2020	Дефолт	126.96	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2021	31.03.2021	Дефолт	126.96	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2023	31.03.2023	Дефолт	105.92	12 000.0	Отсутствие денежных средств

* Данные приведены по состоянию на 10.03.2024.

Рисунок 6
Динамика индекса DOMMBS TR* и IFX-Cbonds**

Источник: Cbonds.ru

* Индекс ипотечных облигаций ДОМ РФ, рассчитанный методом совокупного дохода
 ** Индекс полной доходности российского рынка корпоративных облигаций
 Базовое значение = 100 в дату 04.02.2019



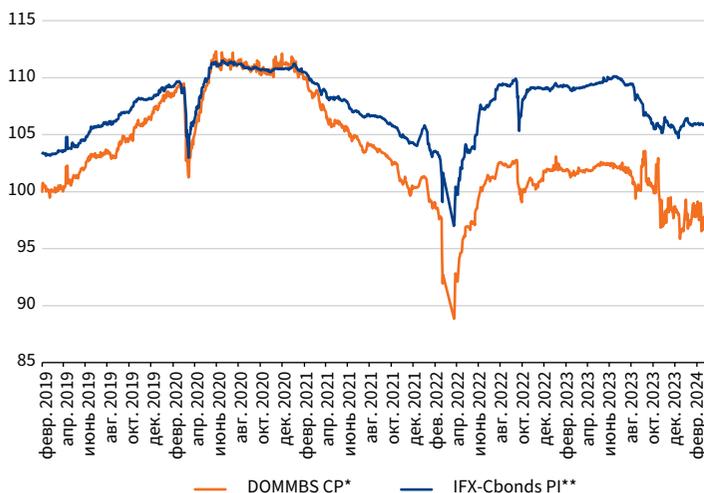


Рисунок 7
Динамика индекса
DOMMBS CP*
и IFX-Cbonds PI**
Источник: Cbonds.ru

* Индекс ипотечных облигаций ДОМ РФ, рассчитанный методом чистых цен

** Ценовой индекс российского рынка корпоративных облигаций

Сделки 2023 года

Класс активов: ипотека

ИА ТИТАН-5

Оригинатор / сервисный агент: Банк БЖФ
Объем сделки: 2540 млн рублей (класс А), 300 млн рублей (класс Б), 300 млн рублей (класс В)
Ставка купона: 10.65% годовых (класс А), 11% годовых (класс Б), переменная (класс В)
Дата размещения: 20.02.2023 (класс А), 16.02.2023 (классы Б и В)
Дата погашения: 26.06.2050
Организатор: Sber CIB
Представитель владельцев облигаций: Регион Финанс
Специализированный депозитарий: ДК РЕГИОН
Количество сделок на бирже в дату размещения: 81 (класс А), 1 (класс Б), 1 (класс В)
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 228.99%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 1677
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-01-00092-L / RU000A105UC7 (класс А), 4B02-02-00092-L / RU000A105UD5 (класс Б), 4B02-03-00092-L / RU000A105UE3 (класс В)

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-33

Оригинатор / организатор / сервисный агент: Банк ДОМ.РФ
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 16.52 млрд рублей
Ставка купона: 8.6% годовых
Дата размещения: 26.04.2023
Дата погашения: 28.03.2033
Специализированный депозитарий: ДК РЕГИОН
Количество сделок на бирже в дату размещения: 8
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 215.99%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 5139
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-33-00307-R-001P / RU000A1065R7

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-34

Оригинатор / сервисный агент: Сбербанк России
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 17.39 млрд рублей
Ставка купона: Ключевая ставка ЦБ РФ + 0.9% годовых
Дата размещения: 29.06.2023
Дата погашения: 28.06.2033
Организатор: Банк ДОМ.РФ

Специализированный депозитарий: ДК РЕГИОН
Количество сделок на бирже в дату размещения: 60
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 158.71%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 5007
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-34-00307-R-001P / RU000A106FM5

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-36

Оригинатор / сервисный агент: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 197.43 млрд рублей
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 07.07.2023
 Дата погашения: 28.06.2033
 Организатор: Sber CIB
 Специализированный депозитарий:
 Рыночный Спецдепозитарий
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия
 к сумме обязательств по облигациям на дату
 утверждения проспекта: 247.27 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии
 на дату утверждения проспекта: 83 388
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-35-00307-R-001P / RU000A106HE8

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-37

Оригинатор / сервисный агент: Газпромбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 29.84 млрд рублей
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 29.09.2023
 Дата погашения: 23.09.2033
 Организаторы: Банк ДОМ.РФ, Газпромбанк
 Специализированный депозитарий: ДК РЕГИОН
 ESG-верификатор: АКРА
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия
 к сумме обязательств по облигациям на дату
 утверждения проспекта: 162.38 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии
 на дату утверждения проспекта: 11 869
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-36-00307-R-001P / RU000A106YR5

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-38

Оригинатор / сервисный агент: Металлинвестбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 6.11 млрд рублей
 Ставка купона: 7.85 % годовых
 Дата размещения: 23.10.2023
 Дата погашения: 28.09.2033
 Организатор: Банк ДОМ.РФ
 Специализированный депозитарий: ДК РЕГИОН
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия
 к сумме обязательств по облигациям на дату
 утверждения проспекта: 190.23 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии
 на дату утверждения проспекта: 1914
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-37-00307-R-001P / RU000A1074A5

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-42

Оригинатор / сервисный агент: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 220.29 млрд рублей
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 19.12.2023
 Дата погашения: 28.09.2033
 Организатор: Sber CIB
 Специализированный депозитарий:
 Рыночный Спецдепозитарий
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия
 к сумме обязательств по облигациям на дату
 утверждения проспекта: 274.17 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии
 на дату утверждения проспекта: 79 937
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-40-00307-R-001P / RU000A107EQ7

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-39

Оригинатор / сервисный агент: Банк ВТБ
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 49.93 млрд рублей
 Ставка купона: Ключевая ставка + 1.86 % годовых
 Дата размещения: 22.12.2023
 Дата погашения: 28.11.2033
 Организаторы: Банк ФК Открытие,
 Московский кредитный банк

Специализированный депозитарий: ВТБ
 Специализированный депозитарий
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 2
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств
 по облигациям на дату утверждения проспекта: 155.97 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии
 на дату утверждения проспекта: 22 457
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-38-
 00307-R-001P / RU000A107G55

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-40

Оригинатор / сервисный агент: Банк ВТБ
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 109.72 млрд рублей
Ставка купона: 9 % годовых
Дата размещения: 25.12.2023
Дата погашения: 28.11.2033
Организатор: Банк «ФК Открытие»
Специализированный депозитарий:
 ВТБ Специализированный депозитарий
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 208.10 %
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 49 818
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-39-00307-R-001P / RU000A107GL3

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-41

Оригинатор / организатор / сервисный агент:
 Газпромбанк
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 22.25 млрд рублей
Ставка купона: 7.8 % годовых
Дата размещения: 25.12.2023
Дата погашения: 28.09.2033
Специализированный депозитарий: ДК РЕГИОН
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 208.34 %
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 8239
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-41-00307-R-001P / RU000A107GM1

Класс активов:
 потребительские
 кредиты

Класс активов:
 просроченная
 задолженность

СФО ВТБ РКС ЭТАЛОН, 02

Оригинатор / сервисный агент: Банк ВТБ
Объем сделки: 10 млрд рублей
Ставка купона: 11 % годовых
Дата размещения: 03.05.2023
Дата погашения: 03.04.2031
Организаторы: «ВТБ Капитал Трейдинг», Совкомбанк
Представитель владельцев облигаций: «Регион Финанс»
Количество сделок на бирже в дату размещения: 3016
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 10 млрд рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-02-00668-R-001P / RU000A1062J1

СФО ОФ

Оригинатор: Агентство кредитных решений (АКР)
Сервисные агенты: Финансовое агентство по сбору платежей (ФАСП), Национальная служба взыскания (НСВ), Агентство кредитных решений (АКР)
Объем сделки: 520 млн рублей (класс А), 1 млн рублей (класс Б)
Ставка купона: 10 % годовых (класс А), 0.4011 % годовых (класс Б)
Дата размещения: 24.11.2023 (класс А), 22.11.2023 (класс Б)
Дата погашения: 14.11.2028 (класс А), 08.11.2033 (класс Б)
Организатор: ТРИНФИКО
Представитель владельцев облигаций:
 «Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1 (класс А)
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 1.76 млрд рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00737-R / RU000A106ZM3 (класс А), 4-02-00737-R / RU000A106ZN1 (класс Б)

Класс активов: прочие активы

СФО СФИ 3, 3

Оригинатор / организатор / сервисный агент / потенциальный приобретатель: Совкомбанк

Объем сделки: 1 млрд рублей

Ставка купона: переменная

Дата размещения: 26.04.2023

Дата погашения: 25.04.2026

Гос. рег. номер / ISIN: 4-03-00638-R / RU000A1065W7

СФО НРВК-1

Объем сделки: 1 млрд рублей (класс А), 250 млн рублей (класс Б)

Ставка купона: 14.8% годовых (класс А), переменная (класс Б)

Дата размещения: 15.11.2023

Дата погашения: 25.09.2046

Организатор: Совкомбанк

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00742-R / RU000A1077D2 (класс А), 4-02-00742-R / RU000A1077C4 (класс Б)

Показатель	на 1 января 2024 года	на 1 января 2023 года	на 1 января 2022 года	на 1 января 2021 года	на 1 января 2020 года
Объем выданных ипотечных кредитов, млн руб.					
— всего	7 798 916	4 817 017	5 699 330	4 295 793	2 848 190
— в рублях	7 798 916	4 816 919	5 694 890	4 295 440	2 847 517
— в валюте	0	97	4441	352	675
Объем задолженности, млн руб.					
— всего	18 015 883	13 852 443	11 767 642	9 086 290	7 491 513
— в рублях	18 009 664	13 845 378	11 752 135	9 070 212	7 470 185
— в валюте	6219	7293	15 506	16 078	21 328
Объем просроченной задолженности, млн руб.					
— всего	61 256	61 142	63 979	77 502	72 555
— в рублях	58 346	57 521	59 474	71 082	63 849
— в валюте	2910	3778	4505	6419	21 328
Средневзвешенная ставка в рублях, %					
— ставка в январе	8.43	7.86	7.87	7.23	8.85

Таблица 5

Динамика основных показателей рынка жилищного кредитования в 2019–2023 гг.

Источник: ЦБ РФ

Таблица 6. Динамика ипотечного рынка в 2008–2023 гг.

Источник: ЦБ РФ

Год	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Выдача, млн руб.	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	4 813 200	7 798 916
Прирост, %	31.2	30.18	-34.9	28.4	37.3	49.0	-5.5	56.1	28.2	-15.6	62
Выдача, шт.	825 039	1 012 301	691 943	856 378	1 086 950	1 471 821	1 269 322	1 780 498	1 908 498	1 327 000	2 036 064
Прирост, %	19.27	22.7	-31.65	23.76	26.9	35.4	-13.8	40.3	7.2	-30.4	53.4

Таблица 7
Динамика
средневзвешенной
ставки по ипотечным
кредитам в рублях
в 2006–2023 гг.

Источник: ЦБ РФ

Год	Средняя ставка, %
Декабрь 2023	7.91
Декабрь 2022	6.65
Декабрь 2021	7.81
Декабрь 2020	7.36
Декабрь 2019	9.00
2018	9.56
2017	10.64
2016	12.48
2015	13.33
2014	12.45
2013	12.4
2012	12.3
2011	11.9
2010	13.1
2009	14.3
2008	12.9
2007	12.6
2006	13.7

Год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
2023	1 273 456	1 773 469	2 450 817	2 281 174
2022	1 325 862	535 931	1 318 478	1 616 746
2021	1 163 844	1 529 898	1 349 300	1 656 288
2020	762 019	678 097	1 257 899	1 597 778
2019	619 261	644 678	697 226	887 035
2018	582 049	727 400	761 424	942 242
2017	321 314	451 664	512 779	736 185
2016	323 624	341 143	362 403	446 057
2015	218 130	242 544	301 161	385 504
2014	334 817	434 836	452 209	540 661
2013	226 993	315 536	363 430	447 665
2012	181 111	248 400	269 185	330 378
2011	104 904	168 072	194 387	245 596
2010	48 947	84 415	100 716	145 981
2009	24 546	30 856	36 141	60 958
2008	150 759	188 424	198 280	118 345
2007	82 316	120 820	160 619	192 734
2006	22 995	55 542	77 114	107 910
2005	4690	9838	16 163	25 650

Таблица 8
Поквартальный объем
выданных ипотечных
жилищных кредитов,
2005–2023 гг., млн рублей
Источник: ЦБ РФ

Таблица 9
Объем задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
2004–2024 гг., млн рублей
Источник: ЦБ РФ

	Всего	В рублях	В валюте
01.01.2024	18 015 883	18 009 664	6219
01.01.2023	13 852 443	13 845 378	7293
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, %
2023	171 141	18 015 883	10.5
2022	155 350	13 852 443	8.9
2021	135 295	11 767 642	8.7
2020	107 658	9 086 290	8.44
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, 2004–2023 гг.
Источник: ЦБ РФ, Росстат
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 11
Объем
и доля просроченной
задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
2006–2024 гг.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Дата	Доля просроченной задолженности, %	Объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам, млн руб.		
		Всего	В рублях	В валюте
01.01.2024	0.34	61 256	58 346	2910
01.01.2023	0.45	61 142	57 521	3778
01.01.2022	0.54	63 979	59 474	4505
01.01.2021	0.54	77 502	71 082	6419
01.01.2020	0.97	72 555	63 849	8706
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 руб.	Доля рынка по величине портфеля, %
1	Сбербанк	10 146 213	56.3
2	ВТБ	3 891 860	21.6
3	Альфа-Банк	809 128	4.5
4	Банк ДОМ.РФ	490 300	2.7
5	Банк «ФК Открытие»	457 946	2.5
6	Россельхозбанк	416 486	2.3
7	Росбанк	414 174	2.3
8	Промсвязьбанк	348 324	1.9
9	Газпромбанк	324 938	1.8
10	Совкомбанк	265 390	1.5
11	МКБ	143 800	0.8
12	Банк «Уралсиб»	131 415	0.7
13	Ак Барс Банк	131 144	0.7
14	Банк «Санкт-Петербург»	111 417	0.6
15	Абсолют Банк	94 634	0.5
16	РНКБ	90 757	0.5

Таблица 12
Топ-25 банков
по величине ипотечных
жилищных портфелей
на 1 января 2024 года
Источник: РУСИПОТЕКА

№ п/п	Банк	Портфель ипотечных жилищных кредитов, млн руб.	Доля рынка по величине портфеля, %
17	Банк «Центр-инвест»	56 705	0.3
18	Транскапиталбанк	55 600	0.3
19	УБРИР	30 241	0.2
20	«Кубань Кредит»	27 980	0.2
21	МТС Банк	26 030	0.1
22	АТБ	24 438	0.1
23	ВБРР	22 388	0.1
24	«Левобережный»	18 585	0.1
25	Примсоцбанк	17 012	0.1

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, %
01.01.2024	361	244	67.5
01.01.2023	361	243	67.4
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
01.01.2013	956	667	69.8
01.01.2012	978	658	67.3
01.01.2011	1012	631	62.4
01.01.2010	1058	584	55.2
01.01.2009	1108	602	54.3

Период	2023 год	2022 год	2021 год	2020 год	2019 год	2018 год	2017 год	2016 год	2015 год	2014 год
Доля топ-5, %	89.30	83.80	81.82	81.53	79.08	85.80	82.69	79.56	82.44	80.66
Доля топ-10, %	96.50	93.30	91.30	93.45	91.33	92.70	92.33	88.86	89.07	86.96
Доля топ-15, %	99	97.10	95.67	97.85	97.15	97.30	96.34	94.36	93.57	90.24
Доля гос-банков*, %	88.51	84.10	83.43	86.35	84.17	85.80	84.22	80.95	84.44	82.19

Таблица 14

Концентрация ипотечного рынка

Источник: РУСИПОТЕКА

* Банки с госучастием: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, РСХБ, Промсвязьбанк, Банк «ФК Открытие», Банк «ДОМ.РФ», РНКБ

Таблица 15
Рыночные доли
банков топ-20 Высшей
ипотечной лиги*
по объему выдачи
ипотечных жилищных
кредитов в 2023 году
Источник: РУСИПОТЕКА

* Высшая ипотечная лига — проект компании ООО «РУСИПОТЕКА», который анализирует работу ключевых участников рынка ипотечного кредитования. Данные обновляются на ежемесячной основе.

№	Банк	Объем выданных кредитов, млн руб.	Количество выданных кредитов, шт.	Рыночная доля в выдаче, %
1	Сбербанк	4 665 578	1 358 503	59.82
2	ВТБ	1 491 058	293 357	19.12
3	Альфа-Банк	387 912	60 645	4.97
4	Банк «ДОМ.РФ»	253 300	50 660	3.25
5	Банк «ФК Открытие»	166 451	32 542	2.13
6	Росбанк	145 407	25 808	1.86
7	Газпромбанк	134 050	23 151	1.72
8	Совкомбанк	126 793	38 691	1.63
9	Россельхозбанк	80 680	21 425	1.03
10	Промсвязьбанк	71 492	19 971	0.92
11	Тинькофф	52 194	31 408	0.67
12	Банк «Уралсиб»	41 393	7415	0.53
13	РНКБ	40 412	9259	0.52
14	Банк «Санкт-Петербург»	38 535	7070	0.49
15	Московский кредитный банк	28 096	3447	0.36
16	Ак Барс Банк	27 508	6 626	0.35
17	Абсолют Банк	19 364	3 734	0.25
18	Банк «Центр-инвест»	18 598	5898	0.24
19	УБРиР	11 368	3099	0.15
20	Транскапиталбанк	11 043	1537	0.14

Организация	Рыночная доля	Изменение к 2022 году
Банки с частным капиталом		
Альфа-Банк	5.00	0.72
Совкомбанк	1.60	-0.17
Росбанк	1.86	-0.04
Банк «Уралсиб»	0.53	-2.17
Тинькофф	0.67	нд
Московский кредитный банк	0.34	-1.31
Банк «Санкт-Петербург»	0.49	-0.05
Банки с госучастием		
Сбербанк	59.80	6.32
ВТБ	19.10	-5.56
Банк «ДОМ.РФ»	3.20	-0.58
Банк «ФК Открытие»	2.10	-0.03
Газпромбанк	1.70	-0.3
Промсвязьбанк	0.92	-1.26
Россельхозбанк	1.00	-0.67

Таблица 16
Рыночная доля
банков-лидеров
Высшей ипотечной
лиги в объеме выдачи
по итогам 2023 года
Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 17

Топ-20 кредиторов с максимальным объемом рефинансированных кредитов клиентов других банков по итогам работы в 2023 году

Источник: РУСИПОТЕКА

№	Банк*	Объем рефинансированных кредитов, млн руб.	Количество рефинансированных кредитов, шт.	Доля рефинансирования чужих клиентов в объеме выдачи, %
1	ВТБ	20 908	4559	1.40
2	Сбербанк	8644	2805	0.19
3	Росбанк	5211	1261	3.58
4	Совкомбанк	3385	997	2.67
5	Альфа-Банк	3144	702	0.81
6	Банк «ФК Открытие»	2126	584	1.28
7	Тинькофф Банк	2009	708	3.85
8	Промсвязьбанк	1997	687	2.79
9	Транскапиталбанк	1229	103	11.13
10	МТС Банк	766	159	10.33
11	Банк «Уралсиб»	606	111	1.46
12	Ак Барс Банк	436	138	1.58
13	РНКБ	301	52	0.75
14	ВБРР	245	52	3.56
15	Банк «Центр-инвест»	214	70	1.15
16	Примсоцбанк	205	46	2.31
17	Банк «Левобережный»	179	55	1.86
18	Банк «Санкт-Петербург»	92	22	0.24
19	Абсолют Банк	75	15	0.38
20	АТБ	58	13	1.67

* Топ-20 ведущих ипотечных банков по итогам 2023 года, согласно рейтингу компании ООО «РУСИПОТЕКА». Без учета Газпромбанка и Банка ДОМ.РФ

Таблица 18. Результаты топ-15 банков на рынке ипотечного кредитования за последние 5 лет

Источник: РУСИПОТЕКА

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %	Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Сбербанк			ВТБ		
2023	4 665 577	81	2023	1 491 058	57
2022	2 573 890	-11	2022	964 050	-19
2021	2 903 307	40	2021	1 196 484	28
2020	2 080 200	62	2020	935 544	39
2019	1 280 955	-18	2019	675 440	0.5
2018	1 560 204	44	2018	672 292	55

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Альфа-Банк		
2023	387 912	88
2022	206 005	-24
2021	269 850	62
2020	166 107	81
2019	91 686	203
2018	33 049	—
Банк ДОМ.РФ		
2023	253 300	39
2022	181 654	31
2021	138 880	14
2020	122 100	100
2019	60 940	146
2018	24 820	19
Промсвязьбанк		
2023	71 492	-32
2022	104 991	12
2021	93 928	-1
2020	94 934	48
2019	64 265	138
2018	26 973	100
Банк ФК «Открытие»		
2023	166 451	62
2022	102 558	-34
2021	154 749	7
2020	145 126	58
2019	91 699	172
2018	33 743	170
Газпромбанк		
2023	134 050	39
2022	96 503	-9
2021	105 914	-11
2020	119 046	5.9
2019	112 405	-25
2018	149 408	87
Росбанк		
2023	145 407	59
2022	91 465	-18
2021	111 673	4
2020	107 447	41
2019	76 288	5.9
2018	74 643	27
Совкомбанк		
2023	126 793	49
2022	85 120	-14
2021	99 075	142

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
2020	40 895	47
2019	27 816	6
2018	26 245	781
Россельхозбанк		
2023	80 680	0.4
2022	80 326	-38
2021	129 437	-26
2020	175 188	96
2019	89 251	-30
2018	128 004	74
Тинькофф Банк		
2023	52 194	128
2022	22 908	—
2021	—	—
2020	—	—
2019	—	—
2018	—	—
Московский кредитный банк		
2023	28 096	-65
2022	79 247	111
2021	37 611	145
2020	15 368	52
2019	10 091	22
2018	8255	—
Ак Барс Банк		
2023	27 507	-15
2022	32 467	-40
2021	54 149	68
2020	32 260	121
2019	14 600	-51
2018	29 847	49
Абсолют Банк		
2023	19 363	-13
2022	22 130	-54
2021	48 152	16
2020	41 417	-20
2019	51 867	7.8
2018	48 096	76
Банк «Уралсиб»		
2023	41 392	97
2022	21 009	-53
2021	44 839	17
2020	38 258	30
2019	29 521	-3.3
2018	30 531	13

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		7 781 237
1	г. Москва	935 284
2	Московская область	580 929
3	г. Санкт-Петербург	397 706
4	Краснодарский край	353 626
5	Тюменская область	351 887
6	Республика Татарстан	280 689
7	Республика Башкортостан	267 567
8	Свердловская область	256 272
9	Ростовская область	200 507
10	Новосибирская область	187 851
11	Челябинская область	167 396
12	Красноярский край	165 679
13	Нижегородская область	132 122
14	Самарская область	131 417
15	Пермский край	130 853
16	Приморский край	125 524
17	Иркутская область	121 637
18	Ставропольский край	113 035
19	Ленинградская область	106 004
20	Кемеровская область	103 026

Таблица 19
20 регионов
с максимальным
объемом выданных
ипотечных кредитов
в 2023 году

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 20
20 регионов
с минимальным объемом
выданных ипотечных
кредитов в 2023 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		7 781 237
1	Республика Мордовия	27 626
2	Республика Хакасия	27 049
3	Республика Марий Эл	26 884
4	Орловская область	26 705
5	Республика Карелия	25 139
6	Чеченская Республика	23 547
7	Костромская область	23 005
8	Новгородская область	20 613
9	Камчатский край	20 517
10	Республика Калмыкия	20 023
11	Кабардино-Балкарская Республика	19 668
12	Республика Адыгея	19 472
13	Псковская область	18 973
14	Карачаево-Черкесская Республика	15 977
15	г. Севастополь	11 690
16	Магаданская область	10 413
17	Республика Алтай	6956
18	Еврейская автономная область	5873
19	Чукотский автономный округ	4371
20	Республика Ингушетия	2127

Регион		Объем, млн руб.
	Российская Федерация	3.82
1	г. Москва	7.29
2	Московская область	5.41
3	г. Санкт-Петербург	5.19
4	Чукотский автономный округ	4.69
5	Республика Саха (Якутия)	4.64
6	Сахалинская область	4.58
7	Краснодарский край	4.36
8	Камчатский край	4.35
9	Амурская область	4.34
10	Приморский край	4.34
11	Республика Калмыкия	4.33
12	Ленинградская область	4.31
13	Магаданская область	4.19
14	г. Севастополь	4.03
15	Хабаровский край	4.00
16	Республика Крым	3.95
17	Забайкальский край	3.85
18	Тюменская область	3.85
19	Республика Адыгея (Адыгея)	3.82
20	Республика Татарстан (Татарстан)	3.74

Таблица 21
20 регионов
с максимальным
средним размером
кредита в 2023 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 22
20 регионов
с минимальным
средним размером
кредита в 2023 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем, млн руб.
	Российская федерация	3.82
1	Саратовская область	3.04
2	Ивановская область	3.04
3	Псковская область	3.02
4	Алтайский край	3.00
5	Республика Коми	2.99
6	Ульяновская область	2.99
7	Кабардино-Балкарская Республика	2.97
8	Пермский край	2.95
9	Республика Марий Эл	2.94
10	Кировская область	2.90
11	Костромская область	2.88
12	Республика Дагестан	2.87
13	Удмуртская Республика	2.86
14	Вологодская область	2.85
15	Оренбургская область	2.83
16	Республика Алтай	2.74
17	Челябинская область	2.61
18	Курганская область	2.53
19	Республика Ингушетия	2.06
20	Чеченская Республика	1.24

Регион		Выдано кредитов, шт.
Российская Федерация		2 038 291
1	г. Москва	128 232
2	Московская область	107 308
3	Тюменская область	91 472
4	Республика Башкортостан	84 089
5	Краснодарский край	81 048
6	Свердловская область	78 228
7	г. Санкт-Петербург	76 640
8	Республика Татарстан	74 957
9	Челябинская область	64 240
10	Ростовская область	58 177
11	Новосибирская область	50 352
12	Красноярский край	46 403
13	Пермский край	44 367
14	Самарская область	40 865
15	Нижегородская область	37 394
16	Иркутская область	36 245
17	Ставропольский край	33 031
18	Кемеровская область	32 701
19	Оренбургская область	31 880
20	Удмуртская Республика	30 352

Таблица 23
20 регионов
с максимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2023 году

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 24
20 регионов
с минимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2023 году

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Выдано кредитов, шт.
Российская Федерация		2 038 291
1	Орловская область	8367
2	Республика Крым	8278
3	Республика Мордовия	8253
4	Костромская область	7984
5	Республика Северная Осетия — Алания	7501
6	Республика Карелия	7493
7	Сахалинская область	7262
8	Новгородская область	6759
9	Кабардино-Балкарская Республика	6615
10	Псковская область	6276
11	Карачаево-Черкесская Республика	5200
12	Республика Адыгея (Адыгея)	5101
13	Камчатский край	4716
14	Республика Калмыкия	4628
15	г. Севастополь	2901
16	Республика Алтай	2540
17	Магаданская область	2487
18	Еврейская автономная область	1625
19	Республика Ингушетия	1033
20	Чукотский автономный округ	931

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	8.43
1 Чеченская Республика	15.09
2 Республика Ингушетия	14.35
3 Кабардино-Балкарская Республика	10.87
4 Республика Дагестан	10.55
5 Карачаево-Черкесская Республика	10.30
6 Чукотский автономный округ	9.94
7 Тамбовская область	9.87
8 Ивановская область	9.86
9 Челябинская область	9.75
10 Мурманская область	9.73
11 Оренбургская область	9.59
12 Республика Мордовия	9.56
13 Республика Коми	9.52
14 Саратовская область	9.51
15 Республика Алтай	9.46
16 Курская область	9.42
17 Самарская область	9.36
18 Алтайский край	9.32
19 Владимирская область	9.31
20 Новосибирская область	7.50

Таблица 25
20 регионов
с максимальной
средней ставкой
по выданным ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2023 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 26
20 регионов
с минимальной
средней ставкой
по выданным ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2023 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	8.43
1 г. Санкт-Петербург	7.98
2 Пензенская область	7.97
3 Астраханская область	7.95
4 Республика Татарстан	7.95
5 Ленинградская область	7.91
6 Еврейская автономная область	7.85
7 г. Севастополь	7.76
8 Краснодарский край	7.69
9 Магаданская область	7.57
10 Республика Тыва	7.41
11 Республика Крым	7.29
12 Забайкальский край	7.22
13 Республика Адыгея	6.97
14 Сахалинская область	6.93
15 Хабаровский край	6.74
16 Архангельская область	6.49
17 Республика Бурятия	6.36
18 Приморский край	6.19
19 Амурская область	5.88
20 Республика Саха (Якутия)	5.31

Регион		Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация		18 015 883
1	г. Москва	2 384 917
2	Московская область	1 503 518
3	г. Санкт-Петербург	1 108 245
4	Тюменская область	822 563
5	Краснодарский край	728 699
6	Республика Татарстан	588 523
7	Свердловская область	563 649
8	Республика Башкортостан	544 706
9	Новосибирская область	437 932
10	Ростовская область	424 250
11	Красноярский край	378 532
12	Челябинская область	339 800
13	Пермский край	294 172
14	Нижегородская область	291 158
15	Ленинградская область	285 400
16	Приморский край	284 463
17	Самарская область	282 070
18	Иркутская область	269 703
19	Республика Саха	244 850
20	Ставропольский край	233 870

Таблица 27
20 регионов
с максимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2024 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 28
20 регионов
с минимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2024 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация		18 015 883
1	Республика Карелия	62 982
2	Республика Тыва	60 782
3	Республика Марий Эл	58 824
4	Республика Хакасия	56 343
5	Республика Северная Осетия	53 516
6	Костромская область	51 404
7	Новгородская область	48 628
8	Камчатский край	47 492
9	Псковская область	44 971
10	Кабардино-Балкарская Республика	42 935
11	Республика Калмыкия	41 224
12	Республика Адыгея	39 403
13	Чеченская Республика	33 761
14	Карачаево-Черкесская Республика	33 360
15	Магаданская область	27 627
16	г. Севастополь	26 579
17	Еврейская автономная область	13 139
18	Республика Алтай	12 780
19	Чукотский автономный округ	10 061
20	Республика Ингушетия	4170

Регион		Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация		61 256
1	г. Москва	11 095
2	Московская область	7228
3	г. Санкт-Петербург	3231
4	Краснодарский край	3175
5	Свердловская область	1697
6	Тюменская область	1692
7	Красноярский край	1569
8	Ростовская область	1456
9	Республика Башкортостан	1312
10	Новосибирская область	1307
11	Республика Татарстан (Татарстан)	1219
12	Самарская область	1218
13	Калининградская область	1131
14	Челябинская область	1082
15	Пермский край	1076
16	Ленинградская область	989
17	Республика Дагестан	984
18	Воронежская область	927
19	Иркутская область	922
20	Ставропольский край	776

Таблица 29
20 регионов
с максимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2024 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 30
20 регионов
с минимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2024 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация		61 256
1	Республика Адыгея (Адыгея)	174
2	Мурманская область	160
3	Республика Хакасия	158
4	Орловская область	142
5	Псковская область	136
6	Республика Калмыкия	132
7	Республика Мордовия	121
8	Республика Карелия	115
9	Республика Тыва	104
10	Новгородская область	98
11	Республика Марий Эл	98
12	Костромская область	91
13	Республика Ингушетия	89
14	г. Севастополь	76
15	Камчатский край	70
16	Магаданская область	55
17	Еврейская автономная область	53
18	Республика Крым	39
19	Республика Алтай	37
20	Чукотский автономный округ	25

Регион		Средневзвешенный срок, мес.
Российская Федерация		302.3
1	Краснодарский край	326.4
2	Республика Дагестан	322.0
3	Республика Северная Осетия — Алания	321.3
4	Республика Адыгея (Адыгея)	320.9
5	Астраханская область	315.3
6	Республика Калмыкия	313.8
7	Республика Татарстан (Татарстан)	313.1
8	г. Севастополь	311.6
9	Московская область	311.3
10	Рязанская область	311.0
11	Тульская область	310.6
12	г. Санкт-Петербург	310.2
13	Карачаево-Черкесская Республика	309.8
14	Республика Башкортостан	308.9
15	Ленинградская область	308.4
16	Чувашская Республика (Чувашия)	308.4
17	Республика Крым	308.3
18	Тюменская область	308.3
19	Ростовская область	308.2
20	Тверская область	307.9

Таблица 31
20 регионов
с максимальным
средневзвешенным
сроком по ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2023 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 32
20 регионов
с минимальным
средневзвешенным
сроком по ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2023 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Средневзвешенный срок, мес.
Российская Федерация		302.3
1	Псковская область	291.4
2	Нижегородская область	291.2
3	Вологодская область	289.1
4	Кемеровская область	287.7
5	Ивановская область	286.4
6	Республика Карелия	281.1
7	Челябинская область	281.0
8	Мурманская область	280.0
9	Республика Бурятия	278.4
10	Камчатский край	277.1
11	Архангельская область	276.0
12	Амурская область	275.2
13	Приморский край	274.9
14	Сахалинская область	272.9
15	Забайкальский край	271.8
16	Хабаровский край	271.1
17	Чукотский автономный округ	269.2
18	Еврейская автономная область	267.4
19	Магаданская область	266.2
20	Республика Саха	259.5

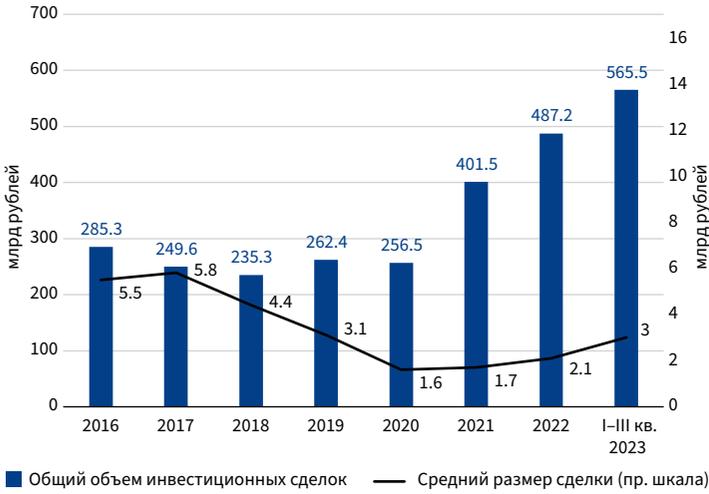


Рисунок 8
Общая динамика инвестиций в коммерческую недвижимость РФ
Источник:
NF Group Research

Рисунок 9
Квартальная динамика объемов инвестиций в коммерческую недвижимость РФ
Источник:
NF Group Research

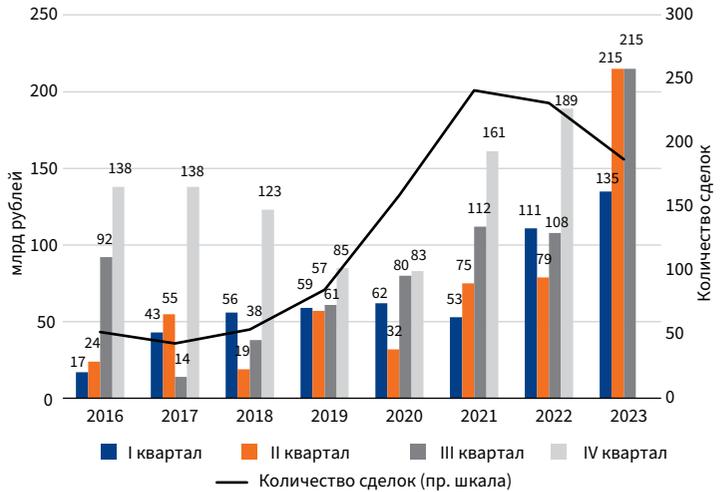




Рисунок 10
Структура инвестиций в коммерческую недвижимость РФ по типам инвесторов

Источник: NF Group Research

Рисунок 11
Структура инвестиций на рынке коммерческой недвижимости по типу активов

Источник: NF Group Research

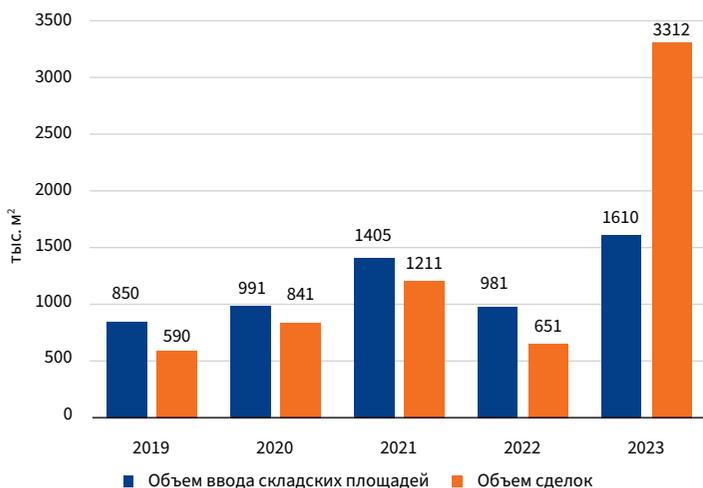
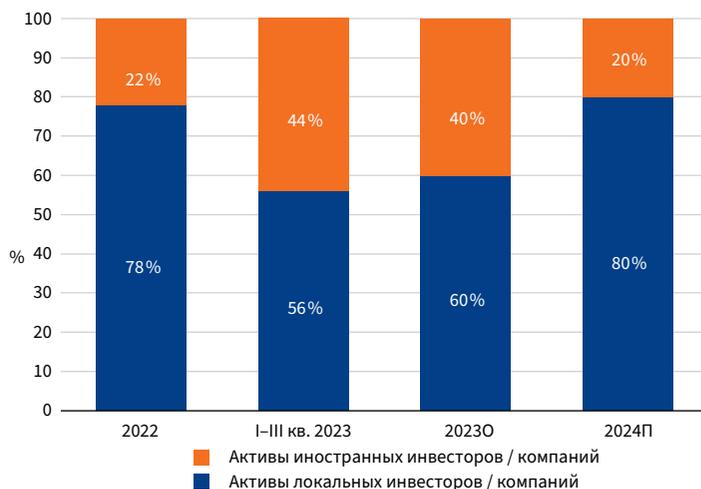


Рисунок 12
Динамика объема ввода складских площадей и сделок со складской недвижимостью в регионах России

Источник: NF Group Research



Приложение 3

Рэнкинги
организаторов
сделок

Рэнкинги участников рынка облигаций в России

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Газпромбанк	1 143 376	104	209	26.64
2	Sber CIB	567 817	50	339	13.23
3	ВТБ Капитал Трейдинг	454 331	63	110	10.59
4	БК РЕГИОН	334 899	53	87	7.80
5	Альфа-Банк	322 833	127	357	7.52
6-7	Московский кредитный банк	282 003	45	68	6.57
6-7	Совкомбанк	282 003	92	132	6.57
8	Россельхозбанк	209 817	50	85	4.89
9	Банк ДОМ.РФ	200 589	27	50	4.67
10	НОВИКОМБАНК	142 124	3	6	3.31
11	Банк Синара	96 771	65	119	2.25
12	Промсвязьбанк	42 888	13	18	1.00
13	РОСБАНК	40 988	18	18	0.96
14	ВБРР	32 389	20	27	0.75
15	БКС КИБ	26 767	45	74	0.62
16	ЛОКО-Банк	18 526	3	3	0.43
17	Тинькофф Банк	13 738	17	22	0.32
18	Банк ЗЕНИТ	12 408	5	9	0.29
19	«Иволга Капитал»	10 920	16	34	0.25
20	ИФК «Солид»	10 470	42	50	0.24
21	ИК «Велес Капитал»	9626	7	8	0.22
22	Ак Барс Банк	5209	4	4	0.12
23	«Диалот»	4882	21	29	0.11
24	МТС Банк	4878	7	13	0.11
25	Банк «РОССИЯ»	4235	11	11	0.10
Остальные		17 201	67	96	0
Итого		4 291 689	214	790	100

Таблица 1

Рэнкинг организаторов облигаций на внутреннем рынке по итогам 2023 года, топ-20 (Россия)

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2023 года (Россия)

Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	ВТБ Капитал Трейдинг	140 151	2	3	52.36
2	Банк ДОМ.РФ	40 438	1	4	15.11
3	Газпромбанк	37 167	1	2	13.89
4	Московский кредитный банк	32 500	1	2	12.14
5	Совкомбанк	13 750	4	5	5.14
6	Sber CIB	3140	1	3	1.17
7	ТРИНФИКО	520	1	1	0.19
Итого		267 666	6	15	100

Таблица 3
Рэнкинг представителей
владельцев облигаций
на внутреннем
рынке по итогам
2023 года (Россия)
Источник: Cbonds.ru

№	Представитель владельцев облигаций	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	«Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»	30	270
2	«Регион Финанс»	42	65
3	«Первая Независимая»	13	21
4	«Юнитек Сервис»	10	16
5	«Юнилайн Капитал Менеджмент»	10	12
6	«Волста»	7	9
7–9	«Академ-Финанс»	2	2
7–9	«Тревеч-Представитель»	2	2
7–9	«Центральная трастовая компания»	1	2
10–11	«Квест»	1	1
10–11	«ЛП Трасти Сервисез»	1	1
Итого		119	401

Рэнкинги участников сделок секьюритизации в Европе, США и мире

№	Инвестиционный банк	Объем, \$ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля, %
1	JP Morgan	36 198	106	181	9.58
2	Citigroup	33 034	115	173	8.74
3	BNP Paribas	22 803	66	115	6.03
4	HSBC	21 089	99	163	5.58
5	Standard Chartered Bank	15 730	82	136	4.16
6	BofA Securities	14 619	47	82	3.87
7	Goldman Sachs	13 868	34	60	3.67
8	Deutsche Bank	10 277	32	61	2.72
9	Credit Agricole CIB	8367	50	80	2.21
10	Societe Generale	7508	30	46	1.99
11	Morgan Stanley	7195	30	54	1.9
12	Banco Santander	6950	24	29	1.84
13	ING Bank	5848	26	37	1.55
14	Bank of Nova Scotia	5827	20	32	1.54
15	First Abu Dhabi Bank	4898	27	41	1.3
16	Barclays	4817	25	41	1.27
17	Emirates NBD Bank	4733	36	58	1.25
18	Mizuho Financial Group	4522	35	50	1.2
19	Erste Group	4424	21	29	1.17
20	SMBC Nikko Capital	4157	39	53	1.1
21	Bank of China	4093	59	87	1.08
22	DBS Bank	4089	37	69	1.08
23	Banco Bilbao (BBVA)	3505	9	12	0.93
24	Mitsubishi UFJ Financial Group	3453	30	38	0.91
25	Bank of Montreal	3356	5	9	0.89
Остальные		122 639	315	534	32
Итого		378 000	390	891	100

Таблица 4
Рэнкинг организаторов
еврооблигаций
развивающихся
рынков по итогам
2023 года, топ-20
Источник: Cbonds.ru

Таблица 5
Рэнкинг юридических консультантов эмитентов и организаторов еврооблигаций развивающихся рынков по итогам 2023 года, топ-25
Источник: Cbonds.ru

№	Юридическая фирма	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Linklaters	41	52
2	Allen and Overy	25	34
3	Clifford Chance	19	31
4	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	10	25
5	Jingtian & Gongcheng	18	20
6	Jun He	17	17
7	Latham & Watkins	7	16
8	Beijing DeHeng Law Offices	11	12
9	King & Wood Mallesons	9	10
10	Davis Polk & Wardwell	6	9
11	White & Case	7	8
12–15	King & Wood Mallesons (HK)	6	7
12–15	Fangda Partners	6	7
12–15	Ozmen Yalcin	6	7
12–15	Ogier	7	7
16	Herbert Smith Freehills	6	6
17–23	AllBright Law Offices	5	5
17–23	Dechert	4	5
17–23	Dentons	4	5
17–23	Garrigues	3	5
17–23	Shearman & Sterling	4	5
17–23	Sullivan & Cromwell	4	5
17–23	Walkers	4	5
24–31	Haiwen & Partners	4	4
24–31	Brigard & Urrutia	2	4
24–31	Freshfields Bruckhaus Deringer	4	4
24–31	Zhonglun W&D Law Firm	4	4
24–31	JunZeJun Law Offices	4	4
24–31	Eversheds Sutherland Bulgaria	2	4
24–31	Morgan Lewis	4	4
24–31	Latham & Watkins (HK)	4	4
Остальные		74	85
Итого		129	181

Таблица 6. Рэнкинг организаторов сделок CLO/CDO в мире, включая коммерческие ценные бумаги с ипотечным покрытием (CMBS), топ-5

Источник: Green Street

№	Инвестиционный банк	2023 год			2022 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	JPMorgan Chase	17 605	48	12.2	23 172	54	12.2
2	Bank of America	16 119	45	11.2	20 827	49	11.0
3	Goldman Sachs	12 415	35	8.6	14 100	42	7.4
4	BNP Paribas	12 027	30	8.3	9107	21	4.8
5	Citigroup	11 407	29	7.9	19 527	42	10.3
Остальные		74 547		51.8	102 970		54.3
Итого		144 120	357	100.0	189 703	407	100.0

Таблица 7. Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации в Европе (включая ABS, MBS, CMBS, CLO и CDO), топ-5

Источник: Green Street

№	Инвестиционный банк	2023 год			2022 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	BNP Paribas	11 089	43	11.3	8129	35	9.4
2	Barclays	10 194	36	10.4	10 555	24	12.3
3	Bank of America	8635	37	8.8	9105	26	10.6
4	Santander	6751	29	6.9	3046	10	3.5
5	Lloyds Banking	5091	25	5.2	1775	9	2.1
Остальные		56 197		57.4	53 539		62.1
Итого		97 957	203	100.0	86 149	166	100.0

Таблица 8. Рэнкинг организаторов сделок ABS в США, топ-5

Источник: Green Street

№	Инвестиционный банк	2023 год			2022 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Bank of America	29 236	114	11.0	19 446	81	7.6
2	JPMorgan Chase	28 300	128	10.7	27 588	107	10.7
3	Citigroup	20 343	97	7.7	21 114	90	8.2
4	Wells Fargo	19 615	100	7.4	17 463	78	6.8
5	Barclays	17 999	87	6.8	22 136	84	8.6
Остальные		149 843		56.4	149 253		58.1
Итого		265 336	436	100.0	257 000	421	100.0

Таблица 9. Рэнкинг эмитентов сделок ABS, MBS, CLO и CDO, топ-5

Источник: Green Street

№	Эмитент	2023 год			2022 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	General Motors	17 005	15	2.7	14 825	12	2.1
2	Santander Group	13 999	18	2.3	14 439	17	2.0
3	Ford	13 568	13	2.2	9382	10	1.3
4	Toyota	10 610	9	1.7	9209	8	1.3
5	Volkswagen	9812	12	1.6	5234	6	0.7
Остальные		556 068		89.5	660 818		92.6
Итого		621 062	1290	100.0	713 907	1374	100.0

Таблица 10
Рэнкинг юридических консультантов организаторов сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Юридический консультант	2023 год		2022 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Sidley Austin	86 698	126	81 285	125
2	Morgan Lewis	51 467	88	47 432	82
3	Hunton Andrews	26 728	74	53 038	103
4	Mayer Brown	38 051	57	30 462	54
5	Dentons	15 987	54	35 306	89
Остальные		119 383		144 029	
Итого		338 314	649	391 552	720

№	Юридический консультант	2023 год		2022 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Mayer Brown	77 028	109	73 514	111
2	Hunton Andrews	20 682	62	45 453	93
3	Katten Muchin	50 272	59	38 693	43
4	Morgan Lewis	34 751	48	36 147	53
5	Dentons	12 040	46	12 503	43
Остальные		143 541		185 242	
Итого		338 314	649	391 552	720

Таблица 11
Рэнкинг юридических консультантов эмитентов сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник:
Green Street

Таблица 12. Рэнкинг трасти сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street

№	Эмитент	2023 год			2022 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	U.S. Bank	106 745	183	31.6	131 550	222	33.6
2	Wilmington Trust	53 919	126	15.9	45 642	112	11.7
3	Citigroup	52 184	90	15.4	65 186	110	16.6
4	BNY Mellon	47 383	68	14.0	54 571	73	13.9
5	Computershare Trust	33 877	71	10.0	30 031	61	7.7
Остальные		44 206		13.1	64 572		16.5
Итого		338 314	649	100.0	391 552	720	100.0

Таблица 13. Рэнкинг рейтинговых агентств в сделках ABS, MBS и CLO

Источник: Green Street

№	Эмитент	2023 год			2022 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Fitch	191 463	302	56.6	166 526	261	42.5
2	S&P	159 021	236	47.0	185 447	254	47.4
3	Moody's	142 337	201	42.1	172 731	245	44.1
4	KBRA	82 241	222	24.3	130 325	293	33.3
5	DBRS Morningstar	66 643	174	19.7	80 513	194	20.6
Итого		338 314	649	100.0	391 552	720	100.0



Приложение 4

Конференции
по долговому рынку
и секьюритизации
в 2024 году

CBONDS

www.cbonds-congress.com

Название конференции	Дата события	Место проведения
X Российский ипотечный конгресс	7 февраля 2024 г.	Москва, РФ
VIII Conference Capital Markets Belarus	15 февраля 2024 г.	Минск, Беларусь
Конференция IPO — 2024	29 февраля 2024 г.	Москва, РФ
II Conference Capital Markets Armenia	14 марта 2024 г.	Ереван, Армения
XI Cbonds Fixed Income Conference — Cyprus	11 апреля 2024 г.	Лимассол, Кипр
X круглый стол «Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства»	23 апреля 2024 г.	Москва, РФ
XIV Российский M&A конгресс	25 апреля 2024 г.	Москва, РФ
Investfunds Forum XV — конференция институциональных инвесторов	23–24 мая 2024 г.	Санкт-Петербург, РФ
XX Евразийский облигационный конгресс	13–14 июня 2024 г.	Стамбул, Турция
VI Международная конференция «Рынок капитала Республики Узбекистан»	Сентябрь 2024 г.	Ташкент, Узбекистан
XVI Российский конгресс Private Equity и XI Форум венчурных инвесторов	26 сентября 2024 г.	Москва, РФ
III Форум «Корпоративное кредитование в России — 2024»	Октябрь 2024 г.	Москва, РФ
VII Conference Capital Markets Kazakhstan	Октябрь 2024 г.	Алматы, Казахстан
XII конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	Октябрь 2024 г.	Москва, РФ
XI Cbonds Fixed Income Conference	Ноябрь 2024 г.	Дубай, ОАЭ
XXII Российский облигационный конгресс	5–6 декабря 2024 г.	Санкт-Петербург, РФ

Information Management Network

www.imn.org

Название конференции	Дата события	Место проведения
Distressed Investing Forum	29 февраля 2024 г.	Лондон, Великобритания
IMN and FIIN's Euro CLO Forum	20 марта 2024 г.	Лондон, Великобритания
SRT Symposium	21 марта 2024 г.	Лондон, Великобритания
Investors' Conference on Equipment Finance	4 апреля 2024 г.	Нью-Йорк, США
MBS Forum	9–10 мая 2024 г.	Нью-Йорк, США
IMN and FIIN's US CLO Forum	20 мая 2024 г.	Нью-Йорк, США
AFME & IMN's Global ABS	4–6 июня 2024 г.	Барселона, Испания
ABS Asia	4–5 сентября 2024 г.	Гонконг, Китай
ABS East	21–23 октября 2024 г.	Майами, США

Тематические конференции

Организатор	Название конференции	Дата события	Место проведения
American Bankers Association www.aba.com	American Mortgage Conference	15–17 апреля 2024 г.	Саванна, США
Euromoney conference www.euromoneyconferences.com	The Asian Covered Bond Roadshow	12–13 марта 2024 г.	Сингапур
	The Nordic Covered Bond Roadshow	17 мая 2024 г.	Рейкьявик, Исландия
	The Global Borrowers & Bond Investors Forum	18–19 июня 2024 г.	Лондон, Великобритания
	The Euromoney/ECBC Covered Bond Congress	12 сентября 2024 г.	Порту, Португалия
The Structured Finance Association www.structuredfinance.org	SFVegas 2024	25–28 февраля 2024 г.	Лас-Вегас, США
Moody's www.moody's.com	Outvie Dutch Securitisation Event	26 марта 2024 г.	Амстердам, Нидерланды
	DealCatalyst The Annual CLO Industry Conference	29–30 апреля 2024 г.	Нью-Йорк, США
	European Leveraged Finance & CLO — London	14 мая 2024 г.	Лондон, Великобритания
	European Leveraged Finance & CLO — Paris	13 июня 2024 г.	Париж, Франция
	European Leveraged Finance & CLO — Frankfurt	18 июня 2024 г.	Франкфурт, Германия
Structured Credit Investor www.structuredcreditinvestor.com	ESG Leaders' Securitisation Summit	16 апреля 2024 г.	Лондон, Великобритания
	2nd Annual Esoteric ABS Seminar	25 июня 2024 г.	Нью-Йорк, США
Fitch Learning www.fitchlearning.com	CLO Credit Risk	13–14 мая 2024 г.	Нью-Йорк, США
		4–5 ноября 2024 г.	
		23–24 мая 2024 г. 26–27 ноября 2024 г.	Лондон, Великобритания
	Covered Bonds: Credit and Market Risk	10–11 июня 2024 г. 5–6 декабря 2024 г.	Лондон, Великобритания
	Understanding Securitization and ABS	8 апреля 2024 г. 1 ноября 2024 г.	Сингапур
		17 июня 2024 г.	Нью-Йорк, США
		17 июня 2024 г. 25 ноября 2024 г.	Лондон, Великобритания
True Sale International www.true-sale-international.com	TSI Conference in cooperation with KfW	24 апреля 2024 г.	Франкфурт, Германия
	TSI Congress 2023	10–11 октября 2024 г.	Берлин, Германия
Mortgage Bankers Association www.mba.org	Secondary and Capital Markets Conference and Expo	19–22 мая 2024 г.	Нью-Йорк, США
Аудиториум auditorium-cg.ru	II Всероссийский ипотечный форум «ИПОТЕКА 2024»	15 марта 2024 г.	Москва, РФ
AK&M conf.akm.ru	XXII Всероссийская конференция «Ипотечное кредитование в России»	29 марта 2024 г.	Москва, РФ
Всероссийский жилищный конгресс sochicongress.ru	Сочинский всероссийский жилищный конгресс	15–19 апреля 2024 г.	Сочи, РФ



«Энциклопедия российской секьюритизации — 2024» — тринадцатый 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 — 2024» 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 — 2025»**

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 пр-д, д. 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, партнер, генеральный директор ООО «Сбондс.ру», к. э. н.
Екатерина Корепанова, заместитель начальника отдела долговых рынков России и стран СНГ, ООО «Сбондс.ру»

Алексей Овчинников, выпускающий редактор, ООО «Сбондс.ру»

Дизайн: Владимир Панкратов
Корректурa: «НеоКорректор»

Подписано в печать: 04.04.2024
Отпечатано в типографии «Любавич», Санкт-Петербург
Тираж: 1500 экз.

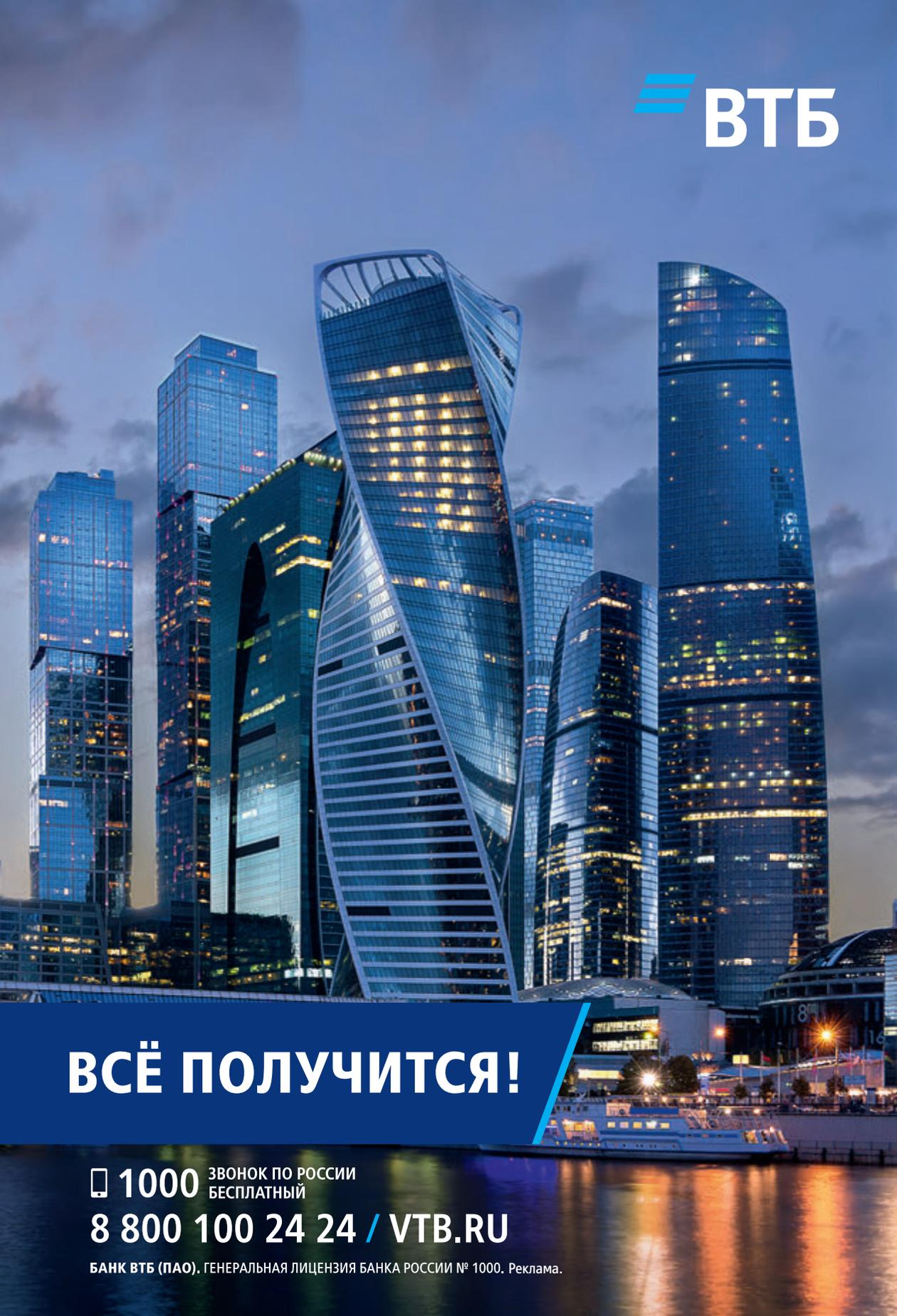
ВРЕМЯ ПЕРВЫХ

ПАО «Совкомбанк», генеральная лицензия № 963 от 5 декабря 2014 года
123022, г. Москва, 1-й Земельный переулок, 1, БЦ «Земельный»

+7 495 988 93 70

@sovcombank.ru | CIB@sovcombank.ru



The background of the advertisement is a nighttime photograph of a modern city skyline. Several skyscrapers with glass facades are illuminated from within, reflecting the city lights. The sky is a deep blue with some light clouds. In the foreground, a body of water reflects the lights from the buildings and the sky. A white boat is visible on the water in the lower right.

ВСЁ ПОЛУЧИТСЯ!

☎ **1000** ЗВОНОК ПО РОССИИ
БЕСПЛАТНЫЙ

8 800 100 24 24 / VTB.RU

БАНК ВТБ (ПАО), ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 1000. Реклама.