

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

На правах рукописи

ПОТОМОВА СОФЬЯ АЛЕКСАНДРОВНА

РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация на соискание ученой степени кандидата  
экономических наук

Научный руководитель –  
доктор экономических наук, профессор  
Русанов Юрий Юрьевич

Москва – 2020

## Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические основы инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации активов....	10
1.1 Эволюция научных взглядов на трактовку понятия ипотечное кредитование.....	10
1.2 Секьюритизация: сущность, инструменты, инфраструктура .....	20
1.3 Риски развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации .....	36
Глава 2 Анализ инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации .....	49
2.1 Российский рынок секьюритизации: особенности становления и развития инфраструктуры рынка.....	49
2.2 Тенденции развития институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации .....	67
2.3 Проблемы функциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации на современном этапе .....	80
Глава 3 Основные направления развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в современных условиях.....	94
3.1 Алгоритм мониторинга стоимости ипотечных залогов в схемах оценки кредитного риска ипотечной секьюритизации.....	94
3.2 Развитие институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации .....	110
3.3 Совершенствование функциональности и взаимодействия элементов инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации.....	119
Заключение .....	129
Список литературы .....	133
Приложение А (справочное). Статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1.....	149
Приложение Б (справочное). Статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1 (выборочная совокупность).....	150
Приложение В (справочное). Статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2.....	151
Приложение Г (справочное). Статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2 (выборочная совокупность).....	152

Приложение Д (справочное). Типовой перечень отчетной информации о выпуске ипотечных ценных бумаг, представляемый в единый центр сбора и обработки информации после первичного размещения .....	153
Приложение Е (справочное). Базовая форма реестра ипотечного покрытия.....	154

## Введение

*Актуальность темы исследования.* Трансформация современной экономики России основана на поиске новых путей развития и защиты от волатильности внешней среды. В условиях резкого снижения мировых цен на нефть, шоковых влияний короновирусной инфекции, роста социальных протестов очевидно стремление к переориентации на внутренние источники роста экономики.

В последние годы локомотивом российского банковского сектора остается ипотечное кредитование, которое неизменно демонстрирует прирост от года к году. Так, по итогам первого полугодия 2020 года общий объем предоставленных ипотечных кредитов составил более 8 трлн руб., в относительном выражении прирост за год составил более 15 %. Причиной такого роста является синергетический эффект от повышения финансовой грамотности населения в сочетании с программами государственной поддержки и развития рыночной инфраструктуры, что способствовало замещению потребительского кредитования ипотечным. Такой объем ипотечных кредитов актуализирует вопросы проведения секьюритизации ипотечных активов как одного из ключевых направлений дальнейшего развития рынка ипотечного кредитования.

Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации является комплексом взаимосвязанных элементов, составляющих и обеспечивающих основу бесперебойного осуществления процесса преобразования ипотечных активов в ценные бумаги, обращающиеся на рынке капитала. Основной целью институтов инфраструктуры является обеспечение возможности проведения процесса секьюритизации и снижение на этой основе издержек и рисков в процессе секьюритизации ипотечных активов. Основными проблемами деятельности современной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в России являются ограничение доступа участников российского рынка ипотечного кредитования к зарубежным институтам, высокая волатильность законодательства в этой области, а также отсутствие единой стратегии развития, что в совокупности препятствует повышению эффективности рынка ипотечного кредитования. В результате существующая инфраструктура рынка в настоящее время не в полной мере способствует эффективному перераспределению и минимизации рисков участников и развитию рынка секьюритизации в России.

Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена необходимостью:

- исследования концептуальных основ развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации как ключевого направления развития рынка ипотечного кредитования;
- оценки функционального потенциала инфраструктуры рынка секьюритизации ипотечных активов, выявления рисков ее развития и трансформации институтов этого рынка;

- поиска мер по модернизации институциональной и функциональной инфраструктуры рынка секьюритизации ипотечных активов для стимулирования эмиссионной активности кредитных организаций и повышения инвестиционной привлекательности ипотечных ценных бумаг.

**Степень научной разработанности темы исследования.** Проблемы ипотечного кредитования исследовались в работах И.Т. Балабановой, А.Г. Ивасенко, В.В. Клевцова, И.А. Разумовой, А.Н. Ужеговой и др.

Существенный вклад в изучение процессов секьюритизации финансовых активов с точки зрения первопричины ее появления внесли такие авторы как Н.В. Александрова, Х.П. Бэр, А.В. Канаев, Ю.Е. Туктаров, М.Г. Шахунян. С точки зрения конечной цели определению секьюритизации посвящены работы И.А. Бланка, В.А. Галанова, А.А. Лупыря, Н.Н. Наточеевой, П.С. Роуза, Т. Фрэнкеля, С.Л. Шварца. Глубокое исследование проблем функционирования и регулирования финансового рынка представлены в работах: Г.Н. Белоглазовой, С.А. Белозёрова, А.И. Болвачева, Г.А. Бунич, Ф.С. Мишкина, Е.Г. Руссковой, В.А. Слепова, Дж.Ю. Стиглица и др. Методологический базис исследования рисков ипотечных ценных бумаг составили труды Л.Л. Вольфа, Ж.Ж. Вриза Роббе, Э. Дэвидсона, Э. Сандэрса, Ф. Фабоцци, Т. Фрэнкеля, Л. Хейра, А. Чинга и др.

Исследования в области теории кредитного риска банковской деятельности отражены в научных трудах зарубежных и отечественных ученых: Э. Альтмана, Ю.Т. Ахвледиани, Ф. Блэка, Р. Мертона, Н.Н. Наточеевой, Ю.Ю. Русанова, И.Н. Рыковой, В.А. Тихомировой, Д. Фантаццини, И.П. Хоминич, Н.Г. Щеголевой, Е.А. Шкарупа, М. Шоулза и других.

Несмотря на всестороннее освещение процесса секьюритизации финансовых активов, недостаточно разработан понятийный аппарат в области рынка ипотечной секьюритизации, недостаточное внимание уделено взаимодействию участников на разных этапах ее проведения и роли инфраструктуры в устойчивом развитии рынка ипотечного кредитования. Актуальность и недостаточная научная разработанность вопросов, связанных с проблемами функционирования современной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, определили цель и задачи исследования.

**Цель исследования** заключается в разработке обоснованных теоретических положений и практических рекомендаций по развитию инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, способствующих снижению рисков и повышению доступности инструмента секьюритизации для участников кредитного рынка.

Достижение поставленной цели обеспечивалось постановкой и последующим решением следующих **задач исследования**:

- развить категориальный аппарат в области ипотечной секьюритизации;

- выявить и оценить риски развития инфраструктуры ипотечной секьюритизации;
- определить основные направления совершенствования инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации;
- разработать модифицированную методику оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг для расширения функциональности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации;
- предложить меры по оптимизации взаимосвязей институтов инфраструктуры с целью повышения прозрачности рынка и доступности процесса секьюритизации для коммерческих банков.

**Объектом исследования** выступает развитие инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации.

**Предметом исследования** является совокупность экономических отношений, возникающих в процессе секьюритизации ипотечных активов.

**Область исследования** соответствует п. 9.3 «Развитие инфраструктуры кредитных отношений современных кредитных инструментов, форм и методов кредитования»; п. 10.16 «Система мониторинга и прогнозирования банковских рисков»; п. 10.20 «Финансовое обеспечение банковской деятельности. Долевое и долговое финансирование банковской деятельности» Паспорта Высшей аттестационной комиссии Российской Федерации по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Теоретическую основу исследования** составили результаты фундаментальных исследований, содержащиеся в научных трудах зарубежных и российских ученых и представленные в современной литературе по проблемам функционирования рынка секьюритизации.

**Методологической основой исследования** являются общенаучные методы: анализ, синтез, классификация, обобщение, индукция и дедукция, структурный анализ, методы сравнительного статистического и динамического анализа. В работе использованы: метод познания от абстрактного к конкретному, системный подход, корреляционно-регрессионный анализ. Методической основой исследования являются научные разработки международных организаций, материалы научных и практических конференций, круглых столов, касающихся современных проблем рынка секьюритизированных активов.

**Эмпирическую основу** составили материалы Центрального банка Российской Федерации, действующие нормативно-правовые акты Российской Федерации, документы Агентства ипотечного жилищного кредитования, документы Базельского комитета по банковскому надзору, результаты исследований международных рейтинговых агентств, обзоры деятельности коммерческих банков, предлагающих услуги по ипотечному кредитованию, и иных субъектов инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, а также данные о результатах развития ипотечного кредитования в России за 2008 — 2020 гг., статистические данные Росстата, мате-

риалы международных, всероссийских и региональных научно-практических конференций за 2006 — 2020 гг., ресурсы Интернета.

*Научная новизна диссертационного исследования* заключается в разработке теоретических положений и практических рекомендаций по развитию инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации.

Наиболее существенные результаты, полученные лично соискателем, содержащие новизну и выносимые на защиту, состоят в следующем:

- определен категориальный аппарат исследования в части авторской трактовки понятия «ипотечное кредитование», раскрывающее двойственную сущность ипотечного кредита (залогом всегда является территориально фиксированная недвижимость, приобретение которой является целью кредита), а также понимания «инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации» как комплекса взаимосвязанных институтов, активно участвующих в преобразовании ипотечных кредитов в производные финансовые инструменты, что расширяет понятийный аппарат финансово-кредитной системы;

- выявлены риски инфраструктуры ипотечной секьюритизации, связанные с её развитием (кредитный, регулятивный, политический, инновационный, репутационный, информационный), для определения приоритетных направлений развития рынка ипотечной секьюритизации в современных условиях;

- предложена модифицированная методика оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг посредством введения в ее состав новых показателей (объём неисполнения основного и процентного долга, количество лет до погашения обязательств, корректировочный коэффициент рыночной стоимости залога), позволяющая расширить функциональность оценки уровня кредитного риска ипотечных ценных бумаг с учетом волатильности рыночной стоимости заложенной недвижимости;

- разработана концептуальная модель развития институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации путем создания Центра исследования генезиса ипотечной секьюритизации на базе Агентства ипотечного жилищного кредитования, специализирующегося на мониторинге рынка ипотечной секьюритизации, повышении эффективности государственного контроля этого рынка через формирование цифровой платформы взаимодействия участников рынка, для формирования единой стратегии развития российского рынка ипотечной секьюритизации;

- определены основные направления развития инфраструктуры российского рынка ипотечной секьюритизации путём разработки, внедрения и контроля единых информационных стандартов всех этапов процесса ипотечного кредитования и его секьюритизации, а также сбора информации и перманентного мониторинга качества ипотечного покрытия выпущенных цен-

ных бумаг, способствующие повышению эффективности функционирования инфраструктуры ипотечной секьюритизации и расширению инвесторской базы за счёт привлечения зарубежных участников рынка.

**Теоретическая значимость** результатов диссертационного исследования заключается в развитии научных знаний в области секьюритизации ипотечных активов. Основные выводы и результаты исследования расширяют представление о понятии и субъектном составе инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, а также вносят вклад в систематизацию инфраструктурных рисков рынка ипотечной секьюритизации, что углубляет значение роли институтов инфраструктуры в развитии рынка ипотечной секьюритизации.

**Практическая значимость** диссертационного исследования состоит в разработке механизмов развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации на основе расширения роли и функциональности институтов инфраструктуры. Результаты работы могут быть использованы инвесторами для анализа современного состояния российского рынка ипотечных ценных бумаг, в практической деятельности коммерческих банков для совершенствования внутренней инфраструктуры и регуляторами (Банком России, Министерством экономического развития и др.) для контроля за текущим состоянием рынка ипотечной секьюритизации и разработки долгосрочной политики развития его инфраструктуры.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные результаты диссертационного исследования внедрены в практику деятельности ПАО «Сбербанк России».

Выводы и основные материалы диссертационного исследования также использованы в учебном процессе ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова» при преподавании дисциплин «Банковский менеджмент», «Банковский риск-менеджмент», «Организация ипотечного кредитования», «Организация деятельности коммерческого банка», «Организация деятельности Центрального банка», «Деньги. Кредит. Банки», а также в учебном процессе Волгоградского института управления – филиале ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» в процессе преподавания дисциплин «Деньги. Кредит. Банки», «Банковское дело», «Инвестиции», «Инновационные банковские технологии».

Результаты исследования и методические разработки диссертационного исследования докладывались на научно-практических конференциях: всероссийской научно-практической конференции «Финансово-кредитный механизм регулирования экономики: от теории к практике» (г. Воронеж, Воронежский филиал РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2016); девятой международной научно-практической конференции студентов и молодых ученых «Инновационное развитие экономики: инструменты и технологии» (г. Волгоград, ВИУ РАНХиГС, 2016); научно-практической конференции «Сегодня и завтра банковского сектора России» (г. Москва, РЭУ

им. Плеханова, 2016); международной научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Инновационное развитие экономики: инструменты и технологии» (г. Волгоград, ВИУ РАНХиГС, 2017); международном молодежном научном форуме «Ломоносов-2017» (г. Москва, МГУ им. Ломоносова, 2017); международной научной конференции «Конкурентное, устойчивое и безопасное развитие экономики региона: ответ на глобальные вызовы» (г. Волгоград, ВолГУ, 2018), международной научной конференции «Far East Con» (г. Владивосток, ДВФУ, 2018), международной научной конференции «Модернизация России: приоритеты, проблемы, решения» (г. Москва, РЭУ им. Плеханова, 2019).

**Публикации.** По теме диссертационного исследования опубликовано 18 работ общим объёмом 8,5 п.л. (авторских – 7,6 п.л.), в т.ч. 5 статей в журналах из Перечня рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени кандидата наук, а также 2 статьи в журналах, индексируемых в наукометрической базе данных Web of Science.

**Структура работы.** Цель работы и поставленные задачи определили структуру диссертационного исследования, которая состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованной литературы, включающего 179 наименований. Диссертационное исследование содержит 148 страниц текста, включая 17 таблиц, 27 рисунков.

# ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

## 1.1 Эволюция научных взглядов на трактовку понятия ипотечное кредитование

Зарождение ипотеки как способа обеспечения возвратности ссудной задолженности основывалось на желании кредитора снизить свои риски. Усложнение и расширение функций ипотечного кредита, повышение роли кредитных отношений для экономики, способность ипотечного кредита удовлетворять базовую потребность домашних хозяйств в собственном жилье обусловили необходимость исследования теоретических особенностей развития ипотечного кредитования.

Экономическая сущность понятия ипотеки за весь период его использования эволюционировала от обозначения земель заемщика, обеспечивающих возвратность кредита, до мощного и всепроницающего инструмента инвестиционно-финансовой деятельности экономик всех стран.

Первоначально ипотека имела однозначный смысл и сводилась к обозначению участка земли, являющегося обеспечением возвратности выданного кредита. Последующее развитие экономической мысли расширило как сферу применения, так и восприятие этой категории. Глобальное изменение роли ипотеки для экономики можно приурочить к концу XVII века, когда произошло переосмысление субъектного состава кредитных отношений, появилась необходимость законодательно расширить возможности, границы ипотеки и ипотечного кредитования. Сегодня развитие ипотечного кредитования является составной частью государственной политики практически всех развитых и развивающихся стран.

В последнее время проблема смешивания понятия «ипотека» и «ипотечное кредитование» приводит к искажению понимания структуры отношений и субъектного состава этого института. По мнению автора, необходимо разграничивать понятия «ипотека» и «ипотечное кредитование» несмотря на схожую этимологию. Употребление понятия «ипотека» следует связывать с его историческим значением «залог» или «основание», то есть ипотека представляет собой залог в виде недвижимого имущества, которое прочно связано с землей и не может быть перемещено без нанесения ущерба имуществу. Понятие же «ипотечное кредитование» относится к комплексу отношений, складывающихся в процессе кредитования с использованием такой формы залога как ипотека. Такая дефиниция понятий позволяет обособить понимание специфической формы залога и особенностей кредита, использующего такой залог. Вместе с тем ос-

таются дискуссионными вопросы определения сущности ипотечного кредитования. Мнения различных авторов единогласно сходятся лишь в одном – предметом залога обязательно является недвижимость. При имеющихся множественных разногласиях относительно других признаков и целей такого кредита, основное отличие в позициях авторов обусловлено спецификой имущества, передаваемого в залог.

Научный интерес к теоретическим и практическим аспектам финансово-экономических отношений, складывающихся в процессе ипотечного кредитования, способствовал формированию трех направлений восприятия данной категории.

К первому направлению трактовки ипотечного кредитования относятся авторы, воспринимающие его с точки зрения цели ипотечного кредита. В основу понимания ставится вопрос: «для чего берется кредит?». При этом обязательными признаками ипотечного кредита являются наличие залога у заемщика в виде уже имеющейся или приобретаемой в кредит недвижимости, а также долгосрочный характер заимствования. Здесь следует выделить две конечные цели: одни исследователи воспринимают ипотечное кредитование исключительно как кредит с целью покупки или строительства недвижимости, которая будет являться залогом по этому кредиту, а вторая группа экономистов видит конечной целью получение денежных средств под залог уже имеющейся у заемщика недвижимости.

На современном этапе развития кредитных отношений ипотечный кредит у большинства исследователей ассоциируется с приобретением недвижимости в кредит с последующей передачей имущественных прав на нее кредитору в качестве обеспечения по этому кредиту при сохранении заемщиком права пользования самим имуществом. К сторонникам этого подхода относится Н.Б. Косарева, определяющая ипотечное кредитование как «предоставление банками долгосрочных кредитов на приобретение или строительство недвижимости под залог недвижимого имущества»<sup>1</sup>. В.А. Боровкова и О.Е. Пирогова трактуют ипотечный кредит как «кредит или заем, предоставленный на срок три года и более банком (кредитной организацией) или юридическим лицом (некредитной организацией) юридическому или физическому лицу для приобретения объекта недвижимости под залог приобретаемого имущества в качестве обеспечения обязательства»<sup>2</sup>. А.Б. Борисов рассматривает ипотечное кредитование как «действия кредитора и заемщика, направленные на оформление и предоставление кредита, залогом которого является приобретаемое или строящееся жилое помещение»<sup>3</sup>. Авторы учебника «Денежное обращение и банки» под редакцией Г.Н. Белоглазовой предлагают понимать под ипотечным «кре-

---

<sup>1</sup> Косарева, Н. Б., Пастухова Н. С., Рогожина Н. Н., Копейкин А. Б., Ткаченко А. Ю., Якубов М. О. Основы ипотечного кредитования / Н. Б. Косарева, Н. С. Пастухова, Н. Н. Рогожина и др. / Под ред. Н. Б. Косаревой. – М.: Фонд «Институт экономики города»: ИНФРА-М, 2007. – С.6.

<sup>2</sup> Боровкова, В. А. Экономика недвижимости : учебник и практикум для академического бакалавриата / В. А. Боровкова, О. Е. Пирогова. – М. : Издательство Юрайт, 2019. - С. 198.

<sup>3</sup> Борисов, А. Б. Большой экономический словарь / А.Б. Борисов – М.: Книжный мир, 2012. - С. 356.

дит, под залог строений и сооружений, направленный на жилищное строительство, а также на создание и реконструкцию собственности, приносящей доход (магазинов, мастерских, складов и т.п.)»<sup>4</sup>. И.А. Благих, А.А. Яковлев определяют ипотечный кредит как «кредит, отличающийся рядом особенностей, связанных с необходимостью обеспечения дополнительной защиты прав залогодержателя посредством государственной регистрации залога и его способностью сохранять в течение длительного срока потребительские свойства как объекта недвижимости»<sup>5</sup>.

Отдельно стоит выделить авторов, которые занимаются исследованием ипотечного жилищного кредитования, выделяя его в обособленную категорию за счет определения специфических черт. К таким исследователям относятся: Н.Б. Косарева, Н.С. Пастухова, Н.Н. Рогожина, А.Б. Копейкин, А.Ю. Ткаченко, М.О. Якубов<sup>6</sup>, И.А. Лепехин<sup>7</sup> и т.д. Следует согласиться с названными авторами в части выявления особенностей именно жилищного ипотечного кредитования от иных форм. Однако, по мнению автора, выделение в совершенно обособленную категорию не совсем оправдано, так как жилищное кредитование обладает теми же принципами, что и ипотечное кредитование и представляет собой часть рынка ипотечных кредитов.

В целом такой подход можно считать верным и отражающим произошедшее развитие товарно-денежных отношений, однако, по мнению автора, это провоцирует ряд вопросов относительно предмета залога. Многие из отмеченных авторов этого направления оперируют понятием «недвижимость», не уточняя эту категорию. Первоначально предметом ипотеки являлся участок земли. Впоследствии сформировалось восприятие ипотеки как залога недвижимого имущества. В настоящее время вопрос определения сущности залога при ипотечном кредитовании (то есть предмета ипотеки) является дискуссионным и требует подробного рассмотрения. Разграничивая понятие «ипотека» и «залог», следует согласиться с С.Н. Дудкиным, В.С. Ем, А.А. Лаврищевой и Е.С. Роговой<sup>8</sup>, воспринимающих ипотеку как особый вид залога. Использование залога в кредитных отношениях подразумевает передачу имущественных прав на любой вид собственности заемщика. Особенностью ипотеки как особого вида залога является сохранение объекта у заемщика в условной собственности и пользовании, долгосрочный характер кредитования, высокая стоимость заложенного имущества и долгий период использования.

<sup>4</sup> Белоглазова, Г. Н. Денежное обращение и банки : Учеб. пособие для студентов, обучающихся по специальности : «Финансы и кредит», «Бухгалт. учет и аудит», «Мировая экономика» / Под ред. Г.Н. Белоглазовой, Г.В. Толоконцевой. – М. : Финансы и статистика, 2001. - С. 77.

<sup>5</sup> Благих, И. А., Яковлев А. А. Ипотечное кредитование в Российской Федерации [Электронный ресурс] // ПСЭ. 2010. №3. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/ipotechnoe-kreditovanie-v-rossiyskoj-federatsii> (дата обращения: 25.04.2017).

<sup>6</sup> Косарева, Н. Б., Пастухова Н. С., Рогожина Н. Н., Копейкин А. Б., Ткаченко А. Ю., Якубов М. О. Основы ипотечного кредитования / Н. Б. Косарева, Н. С. Пастухова, Н. Н. Рогожина и др. / Под ред. Н. Б. Косаревой. – М.: Фонд «Институт экономики города» : ИНФРА-М, 2007. - С. 9, 478.

<sup>7</sup> Лепехин, И. А. Понятие, особенности и виды ипотечного кредитования жилищного строительства в Российской Федерации / И. А. Лепехин // Бизнес в законе. 2009. №2. - С.183-185.

<sup>8</sup> Дудкин, С. Н., Ем В. С., Лаврищева А. А., Рогова Е. С. Правовые проблемы организации рынка ипотечного кредитования в России / Дудкин С. Н., Ем В. С., Лаврищева А. А. и др. / Под ред.: Ем В.С. – М.: Статут, 1999. - 256 с.

Часто ипотека воспринимается как целевой кредит на покупку жилой недвижимости. Однако с точки зрения современного отечественного законодательства нельзя однозначно утверждать, что ипотека это залог только недвижимости. Если рассмотреть определение в Гражданском кодексе Российской Федерации, то можно сделать вывод, что к недвижимости относится всё, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе здания, сооружения, объекты незавершенного строительства. Но здесь же присутствует критически важное уточнение, что к недвижимым вещам следует относить подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, а также космические объекты<sup>9</sup>. По сути, включение этих объектов уже противоречит понятию недвижимость, так как они могут быть перемещены без нанесения им несоразмерного ущерба. Иногда применительно к ним используется такое понятие, как условная недвижимость. По мнению автора, несмотря на подобное объединение законодателем перечисленных объектов в единое понятие «недвижимость», необходимо разграничивать фактически недвижимое имущество и недвижимость с точки зрения закона.

Для целей ипотечного кредитования перечень имущественных прав более ограничен и представлен в Федеральном законе №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»<sup>10</sup>. Но представленный перечень фактически является несколько ограниченным, так как, к примеру, исключает возможность передачи в залог теплиц, помещений для содержания крупного рогатого скота и прочих нежилых производственно-потребительских имущественных объектов. При этом потребность домашних хозяйств и сельскохозяйственных предприятий в текущих экономических условиях заметно растет. Политика импортозамещения и ежегодное снижение уровня реальных доходов населения способствовали переориентации экономики на сельское хозяйство. Данная отрасль относится к капиталоемким и нуждающимся в долгосрочных инвестициях. Именно ипотечное кредитование способно удовлетворить эти потребности и содействовать развитию экономики. В связи с этим, по мнению автора, важным является точное понимание особенностей залога в ипотечном кредитовании.

Другие экономисты, напротив, утверждают, что ипотечным кредитом является кредит под залог уже имеющейся недвижимости. Они оперируют историческим происхождением понятия ипотека, которое подразумевало выдачу средств под уже имеющиеся у заемщика земельные участки. С этой точки зрения исключается принцип целевого использования средств и кредит, обладая свойствами потребительского, называется ипотечным по причине использования недвижимости в качестве залога (ипотека).

---

<sup>9</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 26.07.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 29.07.2019).

<sup>10</sup> Федеральный закон от 16 июня 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (ред. 02.08.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 01.09.2019).

Так воспринимает А.В. Толкушин ипотечное кредитование и определяет его как «систему отношений, возникающую при кредитовании под залог недвижимости в соответствии с предусмотренными законом условиями»<sup>11</sup>. И.В. Довдиенко понимает сущность ипотечного кредитования как «передачу в залог собственности в виде земли и другого недвижимого имущества с целью получения денежного займа»<sup>12</sup>. Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский и Е.Б. Стародубцева определяют ипотечный кредит в качестве «долгосрочных ссуд под залог недвижимости: земли, производственных и жилых зданий, сооружений»<sup>13</sup>. По нашему мнению, такая позиция не способна раскрыть произошедшую эволюцию ипотечного кредита и является весьма ограниченной. Такое толкование сильно размывает понятие ипотечного кредитования, так как может быть применено к кредиту под залог недвижимости на любые цели, в то время как ипотечный кредит связан, в первую очередь, с приобретением недвижимости. Это подтверждает структура кредитования в мире, где кредиты под залог уже имеющейся недвижимости занимают не более 15 % и рассматриваются чаще как разновидность нецелевого потребительского кредита с обеспечением.

Исследователи другого направления определяют ипотечное кредитование через призму института обеспечения. Иначе такой подход еще можно назвать правовым, так как оценивается в большей степени с юридической стороны как способ обеспечения исполнения различных имущественных обязательств. И.А. Разумова определяет ипотеку как «одну из основных форм имущественного обеспечения обязательства должника, при которой недвижимость остается в собственности должника, а кредитор, в случае невыполнения последним своего обязательства, приобретает право получить удовлетворение за счет реализации данного имущества»<sup>14</sup>. Наиболее развернутое определение дает О.В. Мотовилов, по его мнению, ипотека представляет собой «способ обеспечения обязательства заемщика перед кредитором в форме залога недвижимого имущества, когда кредитор получает удовлетворение своих денежных требований из стоимости заложенного недвижимого имущества»<sup>15</sup>. В соответствии с точкой зрения З.Л. Гариповой, под ипотечным кредитованием можно понимать кредитование «под залог недвижимости», то есть «кредитование с использованием ипотеки в качестве обеспечения возвратности кредитных

---

<sup>11</sup> Толкушин, А. В. Ипотека в России / А. В. Толкушкин, В. Б. Иванов, А. Н. Кузьминов и др. / Под ред. А. В. Толкушкина. – М. : Юрист, 2002. - С.125.

<sup>12</sup> Довдиенко, И. В. Ипотека. Управление. Организация. Оценка: учеб.пособие / И. В. Довдиенко, В. З Черняк. – М.: Юнити-Дана, 2015. - С.3.

<sup>13</sup> Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь / Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. - 2-е изд., испр. – М. : Изд. дом «ИНФРА-М», 1998. - С.245.

<sup>14</sup> Разумова, И. А. Ипотечное кредитование: учеб. пособие / И. А. Разумова. - 2-е изд. - Москва [и др.] : Питер, 2009. - С.207.

<sup>15</sup> Мотовилов, О. В. Банковское дело: учеб. пособие / О. В. Мотовилов, С. А. Белозеров. – М.: Проспект, 2015. - С. 185-186.

средств»<sup>16</sup>. Д.А. Сергеев определяет ипотечное кредитование как «кредитование под залог недвижимости, то есть кредитование с использованием ипотеки в качестве обеспечения возвратности кредитных средств»<sup>17</sup>. По мнению Л.И. Абалкина, ипотека – это «передача в залог земли и другого недвижимого имущества с целью получения кредита, называемого ипотечным»<sup>18</sup>. Аналогичные определения даются в работах Н.Г. Антонова<sup>19</sup>, О.И. Лаврушина<sup>20</sup>, В.А. Кудрявцева<sup>21</sup>.

Если резюмировать определения ипотечного кредитования данных авторов, то правомерно рассматривать ипотеку как способ обеспечения возвратности кредита. С точки зрения законодательного регулирования в этом и кроется основная особенность ипотечного кредита – сформулированный и законодательно гарантированный порядок взыскания предмета залога, а также использование закладной в качестве обеспечения прав на заложенное имущество. С другой стороны такая точка зрения исключает иные особенности как долгосрочный характер и мультипликативный эффект для экономики, который в значительной мере проявляется при жилищном ипотечном кредитовании. Этот эффект достигается за счет таких функций как: решение жилищного вопроса населения; вовлечение в хозяйственный оборот временно свободных денежных средств и будущих доходов заемщиков; стимулирование потребительского спроса; развитие и наполнение фондового рынка за счет выпуска ипотечных ценных бумаг; повышение мотивации и эффективности труда заемщиков; рост занятости и укрепление института брака. Таким образом, приводимое определение не является полным, так как ипотека означает не только залог имущества, а предполагает систему установления стоимости недвижимости, являющейся залогом, определения ее принадлежности залогодателю, порядка расчета с кредитором за указанное имущество и т.д.

Исследователи, относящиеся к третьему направлению, понимают ипотечное кредитование как инструмент развития экономики. В основе такого подхода лежит общая теория финансов, исходя из которой определяется роль ипотечного кредитования для экономики. В.В. Клевцов рассматривает понятие ипотечного жилищного кредитования в нескольких аспектах:

- в составе кредитной, социальной, жилищной политики государства;

---

<sup>16</sup> Гарипова, З. Л. Требуется концепция развития ипотечного жилищного кредитования / З. Л. Гарипова // Экономика и управление. – 2000. – №1. – С.16.

<sup>17</sup> Сергеев, Д. А. Влияние системы ипотечного кредитования на преодоление кризисных явлений в экономике / Д. А. Сергеев // Финансовые проблемы РФ и пути их решения: теория и практика. Материалы Международной научно-практической конференции. СПб.: Нестор. – 2000. – С.186.

<sup>18</sup> Экономическая энциклопедия / Под ред.: Л.И. Абалкина / Институт экономики переходного периода. – М.: Экономика, 1999. – С. 226.

<sup>19</sup> Антонов, Н. Г., Пессель М. А. Денежное обращение, кредит и банки / Н. Г. Антонов, М. А. Пессель. – М.: Финстатинформ, 2009. – С.165.

<sup>20</sup> Лаврушин, О. И., Валенцева Н. И. Банковское дело : учебник / О. И. Лаврушин, Н. И. Валенцева и др. / Под ред. О.И. Лаврушина. – 12-е изд., стер. –М.: Кнорус, 2016. – 800 с.

<sup>21</sup> Кудрявцев, В. А. Основы организации ипотечного кредитования: Учебное издание / В. А. Кудрявцев, Е. В. Кудрявцева. - Москва : Высшая школа, 1998. - С.64.

- в системе денежно-кредитных и финансовых отношений;
- в составе инвестиционно-финансового механизма рынка жилья;
- как инструмент или финансовый механизм обеспечения доступности жилья для населения<sup>22</sup>.

По мнению В.А. Горемыкина «ипотечное кредитование – процесс выдачи (получения) долгосрочной ссуды под залог недвижимого имущества, включающий в себя: непосредственно кредитные отношения; операции по привлечению финансовых средств на рынке капиталов; в том числе рефинансирование кредитов с обеспечением в виде прав требований; сделки на рынке недвижимости»<sup>23</sup>. С точки зрения М.И. Каменецкого, Л.В. Донцовой и С.М. Печатниковой «жилищное ипотечное кредитование – долгосрочный, обеспеченный жилищной недвижимостью финансово-кредитный (долговой) инструмент, позволяющий получить желаемый уровень текущих жилищных услуг и выгод, предоставляемых жилищным фондом, под будущие доходы»<sup>24</sup>. М.В. Капитонова называет ипотечное кредитование «непростым инвестиционным механизмом, который обеспечивает жилищную сферу финансовыми ресурсами, или особым институциональным механизмом реализации сделки»<sup>25</sup>.

Исследователи этого направления также трактуют ипотечное кредитование как комплекс отношений, позволяющих перераспределить финансовые потоки от инвесторов на вторичном рынке ипотечных ценных бумаг к заемщику на первичном рынке ипотечных кредитов. И.А. Пенкина дает следующую интерпретацию понятия: «это институциональная система перераспределения финансовых ресурсов от конечных инвесторов к заемщикам ипотечных кредитов»<sup>26</sup>. Также схожие определения дают И.В. Павлова<sup>27</sup>, Ю.Ф. Симионов<sup>28</sup> и др. То есть они включают в определение полный цикл ипотечных отношений, который подразумевает функционирование первичного и вторичного рынков ипотечного кредитования.

Данная позиция является следствием современного восприятия важной роли ипотечного кредитования, и, по мнению автора, наиболее полно раскрывает все этапы ипотечного кредитования, в том числе и функционирование вторичного рынка ипотеки. С этой позиции ипотечное

<sup>22</sup> Клевцов, В. В. Механизм жилищного финансирования: теория, методология, практика / Клевцов В. В.; Московский гос. ун-т экономики, статистики и информатики. – Москва : МЭСИ, 2012. - С.35-37.

<sup>23</sup> Горемыкин, В. А. Ипотечное кредитование: учебник / В. А. Горемыкин – М.: МГИУ, 2014. - С.8.

<sup>24</sup> Каменецкий, М. И. Ипотечное кредитование на рынке жилья (народнохозяйственный и региональный аспекты) / М. И. Каменецкий, Л. В. Донцова, С. М. Печатникова. – М.: Дело и сервис, 2006. - С.21.

<sup>25</sup> Капитонова, М. В. Социальное значение и перспективы развития ипотечного кредитования / М. В. Капитонова // Актуальные вопросы экономических наук: материалы III междунар. науч. конф. – Уфа: Лето. – 2014. - С.62.

<sup>26</sup> Пенкина, И. А. Мировое хозяйство и международные экономические отношения. Американская модель ипотечного кредитования и возможности ее использования в России: дис. .... канд. эконом. наук. 08.00.14 / Пенкина Ирина Александровна. – М., 2000. - С.8-9.

<sup>27</sup> Павлова, И. В. Ипотечное жилищное кредитование / И. В. Павлова. - М. : БДЦ-пресс, 2004. - С.10-11.

<sup>28</sup> Симионов, Ю. Ф. Жилищный кредит (ипотека): Учебно-практическое пособие / Под ред. Ю. Ф. Симионова / – М. : ИКЦ, МарТ, – 2005. - С.16.

кредитование является полноценным институтом, включающим в себя систему формальных и неформальных норм, организующих и регламентирующих деятельность и взаимодействие субъектов института.

На основе представленных трактовок понятия «ипотечное кредитование» предпринята попытка дать авторское определение, учитывающее два важнейших аспекта термина: с одной стороны – применение в качестве залога недвижимости в ее наиболее распространенном понимании (т.е. перемещение которой нанесет ущерб имуществу – квартира, дом, дача, гараж с фундаментом и т.д.); с другой стороны – взаимосвязь цели кредита и ипотечного залога, т.е. обязательное использование приобретаемой недвижимости как обеспечение по этому же кредиту. **Ипотечное кредитование** – это отношения экономических субъектов, возникающие в процессе размещения денежных ресурсов в целевые долгосрочные кредиты на приобретение (строительство) объекта недвижимого имущества, имеющего фиксированное местоположение, в собственность при обязательном условии передачи его в залог кредитору с возможностью последующего рефинансирования выданных кредитов на рынке капиталов.

Экономическое содержание ипотеки как разновидности залога обуславливает необходимость классификации ипотечного кредита, исходя из предмета залога, представленной в таблице 1.1. Целью классификации видов ипотечного кредитования является возможность сопоставить различные виды ипотеки между собой в рамках классификационного признака для углубленного изучения и выявления особенностей каждого вида.

Таблица 1.1 – Классификации ипотечного кредита исходя из предмета залога

Критерии классификации	Виды предмета ипотеки
Назначение кредита	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Готовый объект недвижимости:               <ul style="list-style-type: none"> <li>а) первичный рынок недвижимости;</li> <li>б) вторичный рынок недвижимости;</li> <li>в) рынок условной недвижимости (передвижные причалы, морские и воздушные суда).</li> </ul> </li> <li>• Строящийся объект недвижимости.</li> <li>• Использование кредитных средств для самостоятельного строительства объекта недвижимости.</li> </ul>
Возможность получения дохода от использования приобретаемого имущества	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Коммерческая:               <ul style="list-style-type: none"> <li>а) нежилая (склады, торговые помещения, цеха);</li> <li>б) жилая (гостиницы, квартиры для сдачи в аренду, апартамент-отели).</li> </ul> </li> <li>• Потребительская (не приносящая дохода):               <ul style="list-style-type: none"> <li>а) нежилая (гаражи, причалы, парковочные места);</li> <li>б) жилая (квартиры, дачи, частные дома).</li> </ul> </li> </ul>
Субъект кредитования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Имущественные права на недвижимость, находящуюся в пользовании физического лица.</li> <li>• Имущественные права на недвижимость, находящуюся в пользовании юридического лица.</li> </ul>

## Продолжение таблицы 1.1

Критерии классификации	Виды предмета ипотеки
Механизм обеспечения	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ипотека под залог имеющегося в собственности у заемщика имущества.</li> <li>• Под залог покупаемого имущества за счет ипотечного кредита.</li> <li>• Ипотека с гарантией ипотечного агентства.</li> </ul>
Объект заложенного имущества	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Недвижимость (квартира, дом, земельный участок, офис).</li> <li>• Условная недвижимость (яхты, самолеты, космические объекты).</li> </ul>

*Источник:* составлено автором.

Основой ипотечной сделки для заемщика является определение цели ипотечного кредита. Исходя из степени готовности объекта недвижимости, определяется уровень риска кредитора по будущему кредиту, а, следовательно, и стоимость заемных средств для заемщика. Так готовый объект недвижимости однозначно можно отнести к наименее рисковому. А в отношении таких двух объектов: строящийся крупным застройщиком (к примеру, многоквартирный жилой дом) и выдача кредита на строительство самим заемщиком (коттедж) – нельзя уверенно сказать какой из этих кредитов является наиболее рисковым, так как уровень риска напрямую зависит от конкретной ситуации. А именно в случае строительства многоквартирного дома требуется во много раз больше денежных средств, времени и прочих затрат, чем строительство одного дома даже без найма строительной фирмы.

Основным классифицируемым признаком, который наиболее актуален в рамках исследуемой темы, мы считаем возможность получения дохода от использования приобретаемого имущества. Так жилая недвижимость является самым популярным и распространенным предметом ипотеки во всем мире. Повсеместно ипотечное кредитование в первую очередь ассоциируется с кредитом на покупку или строительство жилой недвижимости для собственного потребления. Такие кредиты обеспечивают одну из базовых потребностей населения – потребность в собственном жилье, и часто поддерживается и стимулируется государством.

Покупка нежилой недвижимости, такой как склады, гаражи, машино-места, офисы, ангары, помещения, сооружения и т.д. часто подразумевает использование их с целью получения прибыли, но не обязательно. И всё-таки главное значение имеет возможность получения дохода от приобретаемого имущества. Как правило, покупателями коммерческой недвижимости, как жилой, так и нежилой, являются коммерческие организации, основной целью деятельности которых является извлечение прибыли. Однако большую популярность в нашей стране имеют ипотечные кредиты на жилую недвижимость с целью последующей сдачи ее в аренду и оплатой ежемесячного платежа по кредиту поступлениями от аренды. Также в условиях достаточно высокой и непредсказуемой инфляции инвестиции в жилую недвижимость являются для населения наиболее привлекательным способом сохранения средств. Но, как правило, квартиры или

апартаменты сдаются неофициально, в основном, для уклонения от налогообложения получаемого дохода и потому сложно оценить реальный объем этого рынка.

В зависимости от исторического развития рынка ипотечного кредитования в стране формируется состав участников этого рынка. Сам термин «рынок» часто применяется как общепризнанная и не требующая пояснения категория, но из-за ее многогранности достаточно сложно дать однозначную трактовку. Наиболее узким и исторически первым пониманием рынка служит базар или площадь рыночной торговли, где люди в определенном месте и в определенное время обменивались товарами или услугами<sup>29</sup>. Дальнейшее развитие экономической мысли привело к употреблению данного понятия как набора признаков, характерных для рыночных отношений: свобода отношений продавцов и покупателей<sup>30</sup>; гибкость ценообразования; наличие взаимного экономического интереса<sup>31</sup>. В отечественной научной литературе устойчиво закрепилось восприятие рынка как системы экономических отношений продавцов и покупателей. Относительно новым направлением теории рынка считается экономико-социологический подход, наполняющий интерес участников рынка еще и социо-культурными мотивами (потребность в общении, заинтересованность в осуществлении хозяйственной деятельности, приобретение опыта и т.д.)<sup>32</sup>. Если рассматривать рынок с точки зрения состава, то можно выделить три базовых компонента: товар, покупатель и продавец. Применительно к первичному рынку ипотечного кредитования он будет наполнен следующими элементами: товар – ссуженная стоимость, под залог недвижимости; покупатель – заемщик по ипотечному кредиту; продавец – кредитная организация, выдавшая ипотечный кредит.

С позиции автора, классифицируя ипотечное кредитование исходя из объекта заложенного имущества, важным моментом является разделение объектов действительной недвижимости от объектов, только условно называемые недвижимыми в рамках законодательства. Эти два вида ипотечного кредита имеют различия не только по смысловому описанию, но и в процессе проведения сделки ипотечного кредитования, оценки стоимости залога и порядка передачи этой недвижимости кредитору в залог.

Таким образом, эволюция взглядов на понимание ипотечного кредитования привела к формированию трех обобщенных нами направлений восприятия ипотечного кредитования: 1) с точки зрения цели кредита; 2) в качестве института обеспечения кредита; 3) как инструмента развития экономики. Предложенный подход к понятию ипотечного кредитования наиболее точно указывает на главное преимущество такого вида кредитования – это залог недвижимости,

---

<sup>29</sup> Даль, В. И. Толковый словарь живого великорусского языка в 4 т. Т. 2 / В. И. Даль – М.: Русский язык, 2000. - 779 с.

<sup>30</sup> Курно, А. Исследование математических принципов теории богатства / А. Курно, – Париж, 1838. - С.78.

<sup>31</sup> Джевокс, У. Политическая экономия / У. Джевокс. – СПб., 1905. - С.97.

<sup>32</sup> Радаев В. В. Что такое рынок: экономико-социологический подход. Препринт WP4/2006/07. – М. : ГУ ВШЭ, 2006. - 48 с.

с точным и фиксированным местоположением объекта залога, что приводит к необходимости отсекаать объекты, только формально являющиеся недвижимостью, но не обладающие названным преимуществом (яхты, космические объекты, самолеты и др.).

## 1.2 Секьюритизация: сущность, инструменты, инфраструктура

Рынок ипотечного кредитования помимо сделок по выдаче ипотечных кредитов заемщикам банками и другими кредитными организациями, включает в себя также и вторичный рынок, который связывает инвесторов и кредиторов первичного рынка. Необходимость существования вторичного рынка обуславливается потребностями кредитора в привлечении крупных объемов денежных средств на долгий срок. Финансовый механизм организации мероприятий банка по своевременному и полному удовлетворению потребностей в финансовых ресурсах формирует систему финансового обеспечения<sup>33</sup>. Схематично уровни рынка представлены на рисунке 1.1.

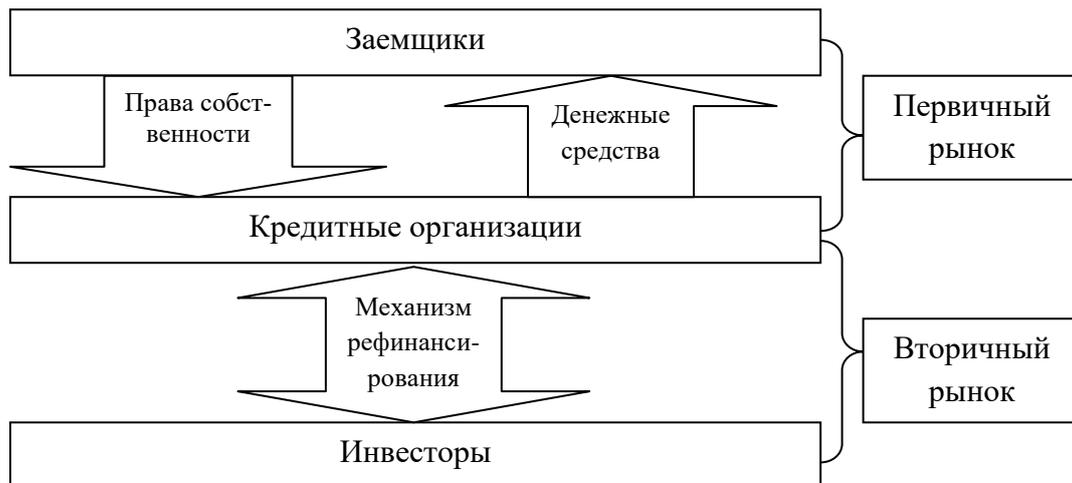


Рисунок 1.1 – Уровни рынка ипотечного кредитования

*Источник:* составлено автором на основе Бонцевич, Д. Н. Ипотека как важнейший институт рынка недвижимости в странах с переходной экономикой: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.01 / Бонцевич Денис Николаевич. – Москва, 2007. - С. 10-36.

Так, первичный рынок формирует отношения кредиторов и заемщиков по выдаче и обслуживанию ипотечных кредитов. На вторичном рынке возникают отношения по перепродаже обязательств заемщика третьему лицу. Рефинансирование первоначального актива всегда вле-

<sup>33</sup> Наточеева, Н. Н. Финансовое обеспечение коммерческих банков: российский и мировой опыт / Н. Н. Наточеева, А. С. Никлаус // Финансовые стратегии и модели экономического роста России: проблемы и решения. – М. – 2017. – С.191-203;

чет некоторые изменения его статуса: его либо продают, либо закладывают или обременяют каким-либо иным способом, либо создают на его основе производные финансовые инструменты.

Современным инструментом рефинансирования ипотечных кредитов в условиях ускорения экономического оборота и интенсификации банковской деятельности является секьюритизация. С развитием кредитных отношений и появлением финансового рынка секьюритизация ипотечных активов получила свое распространение в 1970-х годах в США и привела к революции в банковском и финансовом секторах экономики, что стало своеобразным импульсом для бурного подъема внутренних и международных финансовых рынков. Однако некоторые элементы сделки были сформированы задолго до этого и представляли собой отдельные операции по привлечению долгосрочного и относительно дешевого финансирования при помощи продажи будущих денежных поступлений. Изучение ряда работ российских и зарубежных авторов, дало основание полагать, что одной из первых форм секьюритизации стал механизм откупа налогов, возникший в Древней Греции<sup>34</sup> в VI в. до н.э. Он представлял собой возможность любому гражданину внести единовременный платеж в казну полиса и получить право взимать налоги с других фермерских хозяйств в течение некоего периода времени. По сути это являлось продажей будущих налоговых поступлений.

Можно выделить две точки зрения на процесс создания инструмента секьюритизации:

1. Эволюционный. Точка зрения, которая основывается на исторических прообразах секьюритизации, как, к примеру, упомянутый ранее механизм откупа налогов. Еще одной исторической формой секьюритизации считается механизм перераспределения платежей по займам, использованный колонизаторами в Голландии в середине XVII века. Здесь будущие платежи от продажи сахарного тростника становились обеспечением возвратности займов, выдаваемых владельцам карибских сахарных плантаций. Весомый вклад в развитие этой точки зрения внесли современные отечественные экономисты С.А. Белозёров и А.А. Лупырь в своих исследованиях исторических форм секьюритизации<sup>35</sup>. Таким образом, утверждается, что современный вариант этого инструмента финансирования является лишь модификацией ранее существовавших финансовых схем, следовательно, секьюритизацию нельзя рассматривать как финансовую инновацию<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Andreades, A. M. A History of Greek Public Finance / A. M. Andreades // Translated by Carroll Brown. Cambridge: Cambridge University Press. – 1933. – Vol. 1. - pp.159-161.

<sup>35</sup> Белозёров, С. А., Лупырь А. А. Исторические формы современного механизма секьюритизации активов [Электронный ресурс] // Вестник СПбГУ. Серия 5: Экономика. 2010. №2. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/istoricheskie-formy-sovremennogo-mehanizma-sekyuritizatsii-aktivov> (дата обращения: 14.04.2016).

<sup>36</sup> Иванов, В. В., Канаев А. В., Соколов Б. И., Топровер И. В. Теории кредита / В. В. Иванов, А. В. Канаев, Б. И. Соколов, И. В. Топровер. СПб.: Изд. С.-Петербург. ун-та, 2007. - 408 с.; Барейша, И. Секьюритизация: причины

2. **Инновационный.** Другие ученые, придерживающиеся мнения об инновационном характере секьюритизации, опираются на уникальность характеристик сделки, проведенной в 70-х годах прошлого века Льюисом Раньери. Алгоритм сделки представил собой аккумуляцию пула ипотечных кредитов у инвестиционного банка Salomon Brothers, передачу этого пула специально созданной компании и затем выпуск ценных бумаг, обеспеченных этим пулом, на фондовый рынок США. Фактически сделка представляла собой классическую секьюритизацию в нашем современном понимании. Эта точка зрения основывается на представлении, что финансовая инновация это новая комбинация и частичное видоизменение элементов структуры, благодаря чему становятся возможными финансовые сделки, которые объединяют в себе преимущества и нивелируют недостатки предыдущих техник. С этой позиции сделка секьюритизации Л. Раньери, объединив в себе опыт предыдущих сделок и устранив их некоторые недостатки, образовала новый инструмент финансирования став финансовой инновацией<sup>37</sup>.

Таким образом, несмотря на существование двух противоположных точек зрения на вопрос происхождения секьюритизации, мнения обеих сторон все же сходятся в том, что само понятие «секьюритизации» связано с именем Льюиса Раньери.

Дальнейшее теоретическое и практическое осмысление механизма секьюритизации привело к выделению главной тенденции финансового рынка США 1970-1990-х годов – перемещение источников заимствования с рынка классического банковского кредитования на рынок капиталов при использовании эмиссии ценных бумаг. Споры вызывает только вопрос сущности самой секьюритизации и видов активов, лежащих в основе сделки. Названную тенденцию раскрывает в своем определении секьюритизации А.В. Канаев. По его мнению, секьюритизация это «процесс вытеснения обычных форм кредита ценными бумагами, или процесс повышения роли различных видов долговых ценных бумаг как формы заимствования по сравнению с традиционными денежными кредитами»<sup>38</sup>. Он выделяет главной особенностью секьюритизации способность перенаправить финансирование с кредитных форм на рынок ценных бумаг и воспринимает секьюритизацию как «перемещение международного финансирования с рынка кредитов на денежный рынок и рынки капитала». В целом это определение соответствует тенденции на финансовых рынках периода конца 1970-ых годов<sup>39</sup>. Такие исследователи, как Ж.Ж. Вриз Роббе и П. Али считают, что секьюритизация – это «более активное использование в каче-

---

успеха / И. Барейша // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №4. – С.57-61; Lyttkens, C. H. Institutions, Taxation, and Market Relationships in Ancient Athens / Centre for Labour Market Policy Research: Växjö University. March, – 2009. – 489 p.

<sup>37</sup> Бэр, Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бер / Пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2007. – 405 с.; Разумова, И. А. Ипотечное кредитование: учеб. пособие / И. А. Разумова. – 2-е изд. – Питер, 2009. – С.104.

<sup>38</sup> Иванов, В. В., Канаев А. В., Соколов Б. И., Топровер И. В. Теории кредита / В. В. Иванов, А. В. Канаев, Б. И. Соколов и др. СПб.: Изд. С.-Петербург. ун-та, 2007. – С.218.

<sup>39</sup> Лупырь, А. А. Секьюритизация ипотечных активов: механизм, инструменты, подходы к управлению рисками: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лупырь Алексей Александрович. – Санкт-Петербург, 2014. – 169 с.

стве инструмента получения заемных средств выпуска ценных бумаг по сравнению с практикой прямого заимствования у банков»<sup>40</sup>. Х.П. Бэр, определяя секьюритизацию в широком смысле, употребляет данное понятие как «смещение рынка заимствований от классического банковского кредитования в направлении финансирования на обезличенном денежном рынке и рынке капиталов посредством эмиссии ценных бумаг»<sup>41</sup>. Такое толкование секьюритизации не противоречит ее сущности, но также под это определение может подойти любой выпуск ценных бумаг для привлечения финансирования, к примеру, выпуск обыкновенных акций, что соответственно не будет являться секьюритизацией в современном ее понимании<sup>42</sup>. Более подробно, обращая внимание на последовательность этапов сделки, определяет секьюритизацию активов Н.В. Александрова: «... - это инновационный способ финансирования, при котором происходит выделение и передача определенных активов, имеющихся у инициатора секьюритизации, в дифференцированный пул финансовых активов, который списывается с баланса инициатора и передается новой специально создаваемой организации, которая в дальнейшем выпускает ценные бумаги, обеспеченные данными активами, и размещает их среди широкого круга инвесторов»<sup>43</sup>. Ю.Е. Туктаров считает, что «секьюритизация – это тенденция расширения оформления заемных отношений с помощью ценных бумаг», или «ключевой компонент тенденции к прекращению посредничества традиционных банков»<sup>44</sup>, и сопоставляет секьюритизацию с заменой кредитного финансирования схемами, основанными на выпуске ценных бумаг, исключая банки из схем финансирования. Представленная группа исследователей, опираясь на первопричину появления секьюритизации – необходимость поиска новых источников финансирования с новым набором характеристик, совершенно верно определила тенденцию этого периода: *вытеснение банковского кредита иным инструментом финансирования*, таким как секьюритизация. Но стоит отметить, что приведенное толкование скорее относится к этапу развития финансового рынка, а не к самому определению секьюритизации как процесса и не может применяться для ее описания.

Другая группа исследователей выделяет в своих трактовках не сам процесс секьюритизации, а ее *конечную цель*. Анализ научной литературы позволил сделать вывод о наличии трех мнений ученых относительно конечной цели секьюритизации, такой как привлечение недорогого

<sup>40</sup> Вриз Роббе, Ж. Ж., Али П. Секьюритизация и право / Ж. Ж. Вриз Роббе, П. Али. Пер. с англ. М.: Волтерс Клувер, 2008. - С.32.

<sup>41</sup> Бэр, Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бер. Пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2007. - 405 с.

<sup>42</sup> Дэвидсон, Э., Сандерс Э., Вольф Л. Л., Чинг А. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л. Л. Вольф и др. Пер. с англ. В. М. Смородинова при участии В. Качуро / Под общ. ред. О. М. Иванова. – Москва ; Санкт-Петербург : Вершина, 2007. - 592 с.

<sup>43</sup> Александрова, Н. В. Понятие и виды секьюритизации / Н. В. Александрова // Финансы и кредит. – 2007. – № 5 (245). – С.26-30.

<sup>44</sup> Туктаров, Ю. Ю. Секьюритизация и уступка будущих требований [Электронный ресурс] // Русипотека - Аналитический Центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/publications/project-2008/tuktarov-7.pdf> (дата обращения: 04.12.2015)

и менее рискованного финансирования, трансформация неликвидных активов в более ликвидные и передача рисков третьим лицам.

К первой группе относится определение секьюритизации С.Л. Шварца, по мнению которого это «возможность привлечь недорогое финансирование с фондовых рынков путем отделения всей или части дебиторской задолженности организатора секьюритизации от рисков, присущих организатору секьюритизации в целом»<sup>45</sup>. Ю.Е. Туктаров в своем понимании секьюритизации выделяет также и правовую трактовку, устанавливая, что секьюритизация носит институциональный характер и, будучи совокупностью определенных норм, «направлена на снижение экономических и правовых рисков, возникающих при рефинансировании денежных требований путем размещения ценных бумаг»<sup>46</sup>. Стоит отметить, что проблема привлечения недорогого финансирования возникает только в странах с высокими темпами инфляции и ключевой ставкой или странах с закрытым доступом к иностранным рынкам капиталов. По этой причине секьюритизация редко рассматривается исключительно как источник дешевого финансирования.

В свою очередь проблема неликвидных активов является более актуальной для большинства стран, и закономерно существует гораздо больше исследований, посвященных изучению механизма секьюритизации как *способа перевода неликвидных активов в ликвидные*. Такие авторы как И. Бланк<sup>47</sup> и П.С. Роуз<sup>48</sup> рассматривают секьюритизацию как процесс «превращения» низколиквидных и замороженных активов в более ликвидную форму посредством выпуска ценных бумаг, обращающихся на рынке капиталов. Но такая трактовка представляется ограниченной только выпуском ценных бумаг, так как списание долга в обмен на денежные средства не всегда проводится путем выпуска ценных бумаг (к примеру, переуступка долга специализированным организациям). Так В.А. Галанов и Н.И. Берзон более широко определяют понятие секьюритизации финансовых активов как «выделение активов, отраженных на балансе, в отдельный финансовый пул для последующих транзакций»<sup>49</sup>. Определение С.Л. Шварца, напротив, акцентирует внимание на получении денежного вознаграждения как основной цели секьюритизации: «секьюритизация – это способ финансирования, при помощи которого компания передает свои права на денежные требования или иное финансовое имущество организации,

<sup>45</sup> Шварц, С. Л. Алхимия секьюритизации активов / С. Л. Шварц // Журнал «Закон». – № 12. – 2008. – С.217-226.

<sup>46</sup> Туктаров, Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды / Ю. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 16. – С.45-51.

<sup>47</sup> Бланк, И. А. Основы инвестиционного менеджмента / И. А. Бланк – Киев.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.

<sup>48</sup> Роуз, П. С. Банковский менеджмент : Предоставление фин. услуг : Пер. с англ. / П. С. Роуз. – М. : Акад. нар. хоз-ва : Дело, 1995. – 743 с.

<sup>49</sup> Галанов, В. А., Берзон Н. И. Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата / Н. И. Берзон [и др.] / Под общей редакцией Н. И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 514 с. – (Бакалавр. Академический курс). – [Электронный ресурс] // ЭБС Юрайт [сайт]. – Режим доступа: <https://www-biblio-online-ru.ezproхy.ganepa.ru:2443/bcode/444713> (дата обращения: 06.06.2019).

являющейся «организацией со специальной целью (special purpose vehicle - SPV)», которая выпускает на рынок капитала ценные бумаги и передает вырученные от этого деньги в оплату финансового имущества»<sup>50</sup>. Здесь следует обратить внимание на существование других схем проведения секьюритизации, не подразумевающих создание SPV, а, следовательно, такое определение теряет смысл или выносит другие схемы секьюритизации в отдельную категорию. Т. Фрэнкель дает следующее определение: «секьюритизация активов - это процесс, с помощью которого неликвидные финансовые активы конвертируются в ценные бумаги для возможности их продажи и обращения»<sup>51</sup>. В основе представленных определений лежит осознание необходимости обособить и в последующем списать с баланса крупный пул однородных активов, трансформировав его в деньги или ценные бумаги. При этом спорным остается вопрос определения степени ликвидности, которой добиваются инициаторы сделки. Существуют ситуации, когда продать пул кредитов можно быстрее и дороже, нежели проводить сделку секьюритизации.

По мнению авторов этой позиции, банки стремятся трансформировать имеющиеся у них кредиты с целью *получения денежных средств*. Однако банковская практика противоречит этому утверждению. Существует множество программ рефинансирования кредитов, выданных другими банками, цель которых привлечь платежеспособного заемщика и принять его кредит на себя. Особенную актуальность такие программы приобретают в периоды снижения процентных ставок на кредитном рынке, вследствие чего заемщики охотнее рефинансируют свои кредиты под более низкий процент в другой кредитной организации.

Точка зрения третьей группы исследователей, которые видят конечной целью секьюритизации *передачу рисков другим участникам*, отражает обоснованное желание банков снизить риски по выданным кредитам и нагрузку на капитал. Представляет интерес следующее определение А.А. Лупыря: «секьюритизация активов – это нормативно регламентируемая финансовая техника, позволяющая кредитору рефинансировать свою деятельность и распределять риски между различными участниками сделки путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных потоком платежей, генерируемых обособленным пулом финансовых активов»<sup>52</sup>. В данном определении делается акцент на возможности передать риски другим участникам сделки при помощи этой процедуры. С другой стороны в данной трактовке, по нашему мнению, не хватает пояснения о перераспределении каких рисков и кому идет речь. В то же время это определение наиболее полно раскрывает основную суть большей части современных сделок секьюритизации: переда-

---

<sup>50</sup> Schwarcz, S. L. The Universal Language of Cross-border Finance / S. L. Schwarcz // 8 Duke Journal of Comparative & International Law. – Durham, N.C. : Duke university School of law. – 1998. – Vol. 8, № 2. – pp.235-254.

<sup>51</sup> Frankel, T. The Law of Cross-border Securitization: Lex Juris / T. Frankel // Duke Journal of Comparative and International Law. – 2002. – Vol. 12. - pp. 475-492.

<sup>52</sup> Лупырь, А. А. Секьюритизация ипотечных активов: механизм, инструменты, подходы к управлению рисками: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лупырь Алексей Александрович. – Санкт-Петербург, 2014. – 169 с..

ча риска и части дохода от кредитора к третьим лицам. Как правило, этими третьими лицами могут быть: коллекторы, другие коммерческие банки, государственное специализированное агентство, инвесторы в деривативы и т.д. По своей сути продукты секьюритизации представляют собой производные финансовые инструменты, основным активом которых является пул секьюритизируемых кредитов или других активов, генерирующих стабильные финансовые потоки. Следовательно, если целью проведения сделки секьюритизации является хеджирование риска, то основой сделки являются деривативы, которые представляют собой двустороннее соглашение, предназначенное для передачи риска от одного лица к другому. Это происходит посредством заключения срочного договора купли-продажи актива, гарантирующего осуществление выплат в пользу другой стороны в случае изменения характеристик базового актива<sup>53</sup>.

Представленная разнонаправленность определений связана с многофункциональностью сделки секьюритизации и активным международным развитием данного инструмента. В свою очередь, выделение нами четырех основных направлений (секьюритизация в широком смысле как процесс вытеснения банковского кредита; как относительно недорогой источник фондирования; как форма «трансформации» неликвидных активов в более ликвидную форму; и как способ передачи рисков третьим лицам) вызвано потребностью систематизации существующих определений для многостороннего исследования сущности «секьюритизация».

Однако, по нашему мнению, в виду того, что позиции некоторых ученых нельзя однозначно отнести к одной из предложенных групп, данная систематизация не является конечной и не способна включить в себя все существующие дефиниции секьюритизации. Более полным и обширным представляется следующая классификация понятий:

- сущностные понятия, определяющие саму цель секьюритизации;
- организационные понятия, раскрывающие сам процесс секьюритизации.

*Сущностные понятия* основаны на выражении секьюритизации через ее смысл – формирование однородного пула активов, использование его в качестве залога и основы доходов по выпускаемым ценным бумагам или другим инструментам секьюритизации. К данной группе следует отнести определения таких авторов как Н.В. Александрова, Х.П. Бэр, А.А. Лупырь, Ю.Е. Туктаров и М.Г. Шахунян.

Целью *организационных понятий* является раскрытие механизма секьюритизации через определенный процесс, последовательность действий. К числу ученых, придерживающихся организационных понятий следует отнести: И. Бланка, А.В. Канаева, П.С. Роуз, Т. Фрэнкеля и С.Л. Шварца, а также позицию самого автора данного исследования. Особенность определений данной группы состоит в возможности более полно рассмотреть секьюритизацию как совокуп-

---

<sup>53</sup> Попова, Ю. Ю. Развитие рынка кредитных деривативов в российской экономике: дис .... канд. экон. наук: 08.00.10 / Попова Юлия Юрьевна – Ростов-на-Дону, 2015. - С.192.

ность пошаговых действий, направленных на достижение определенного результата. Именно рассмотрение процесса, а не сущности явления позволит сначала выявить элементы и последовательность их взаимодействия в процессе секьюритизации, а затем определить направления совершенствования взаимодействия элементов данного процесса.

Общеизвестно, исторически первый вид ценных бумаг, возникший в результате секьюритизации, представлял собой ипотечные ценные бумаги. До сих пор секьюритизация, в первую очередь, ассоциируется именно с ипотечными кредитами. Несмотря на широкое употребление понятия ипотечной секьюритизации, в научной литературе такое определение отсутствует. Исходя из различных точек зрения, определена возможность введения следующей авторской трактовки понятия «*ипотечная секьюритизация*» как процесса формирования и обособления пула ипотечных кредитов для последующей передачи прав на денежные требования от кредитора третьим лицам с целью привлечения финансирования, передачи рисков и трансформации ипотечных активов в денежные средства. Но на самом деле секьюритизация имеет множество разновидностей, представленных в таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Классификация видов секьюритизации

Классификатор	Виды секьюритизации
По базовому активу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ипотечная;</li> <li>• Секьюритизация иных видов банковских кредитов (автокредитов, кредитных карт, кредитов малому и среднему бизнесу и т.д.);</li> <li>• Поступлений от лизинга;</li> <li>• Поступлений от продажи товаров/услуг;</li> <li>• Поступлений арендных платежей;</li> <li>• Поступлений от дебиторской задолженности и т.д.</li> </ul>
По схеме проведения	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Балансовая;</li> <li>• Классическая;</li> <li>• Синтетическая.</li> </ul>
По типу актива	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Существующие активы;</li> <li>• Будущие поступления.</li> </ul>
По способу управления пулом	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Возобновляемая;</li> <li>• Статическая.</li> </ul>
По способу распределения финансовых потоков	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Однотраншевая;</li> <li>• Многотраншевая.</li> </ul>

*Источник:* составлено автором.

Представленная классификация демонстрирует многообразие разновидностей секьюритизации, но не может являться единственно верной. Так как эволюция, как базовых активов, так и других составляющих непрерывна, она порождает новые виды секьюритизации и следом за этим новые классификационные признаки.

Исходя из целей проведения и требуемых характеристик сделки, на практике применяется несколько инструментов секьюритизации, представленные на рисунке 1.2.



Рисунок 1.2 – Инструменты секьюритизации

*Источник:* разработано автором на основе: Володькова, Л. Д. Механизм и инструменты секьюритизации финансовых активов: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Володькова Лидия Владимировна. – Санкт-Петербург, 2010. - 20 с.; Попова, Ю. Ю. Развитие рынка кредитных деривативов в российской экономике: дис. .... канд. эконом. наук : 08.00.10 / Попова Юлия Юрьевна – Ростов-на-Дону, 2015. - С.192; Пасс, К., Лоус Б., Пендлтон Э., Чедвик Л. Большой толковый словарь бизнеса. Русско-английский, англо-русский. – М.: Вече, АСТ, 1998. - С.497.

Таким образом, классическая секьюритизация построена на выпуске долговых ценных бумаг с различными характеристиками в зависимости от цели проведения сделки, но с развитием финансового рынка перечень инструментов расширяется. Как и сама финансовая техника секьюритизации, так и множество ее финансовых инструментов, имеют иностранное происхождение и заимствованы участниками отечественного рынка для применения в Российской Федерации. С другой стороны российский рынок секьюритизации изначально формировался на сделках парасекьюритизации (используя основные принципы и схему сделки, но не обособляя

пулы активов и не обеспечивая перераспределения рисков), и до сих пор большую часть занимают такие инструменты как: факторинг и форфейтинг (объем рынка более 1 трлн руб.<sup>54</sup>), и продажа долгов коллекторам (около 480 млрд руб. на конец 2018г.). Среди деривативов лидирующие позиции занимают ипотечные ценные бумаги (более 146 млрд руб.). По сути это должно говорить о сформированном и активно функционирующем инфраструктурном базисе рынка ипотечной секьюритизации, но это не совсем так.

Возвращаясь к понятию «рынок», следует более конкретно выделить состав рынка ипотечной секьюритизации и место инфраструктуры в его функционировании. Субъектами данного рынка являются: продавцы – коммерческие банки и SPV, осуществляющие выпуск инструментов; покупатели – инвесторы в данные инструменты. Объектом (товаром) являются выпущенные производные от пула ипотечных кредитов финансовые инструменты. Инфраструктура же представляет собой совокупность институтов, взаимодействующих между собой, обеспечивающих проведение секьюритизации. Главной функцией инфраструктуры является способность объединять и приводить в действие все компоненты рынка для их более эффективного взаимодействия в рамках единой системы.

Под *инфраструктурой* в общем смысле принято понимать совокупность некоторых предприятий, систем управления и связи, дороги, обслуживающие компании и т.д., обеспечивающие деятельность общества или какой-либо её сферы<sup>55</sup>. К примеру, советский энциклопедический словарь трактует инфраструктуру следующим образом: «...комплекс отраслей хозяйства, обслуживающих производство. Включает строительство дорог, каналов, водохранилищ, портов, мостов, аэропортов, складов, энергетическое хозяйство, транспорт, связь, водоснабжение и канализацию, образование, науку, здравоохранение и др.»<sup>56</sup>. В.Г. Гусаков и Е.И. Дереза определяют инфраструктуру как «комплекс отраслей экономической и социальной жизни, имеющих подчиненный и вспомогательный характер, обслуживающих производство и обеспечивающих условия жизнедеятельности общества»<sup>57</sup>. В целом приведенные трактовки относятся к народному хозяйству и носят весьма общий характер, и это до сих пор порождает дискуссии относительно дефиниции «инфраструктура». Помимо отмеченного часто в состав инфраструктуры включают контрольно-надзорные органы, что противоречит подчиненности и обслуживающему характеру деятельности этих институтов в формате части инфраструктуры. Такие

---

<sup>54</sup> Российский рынок факторинга в 1-м полугодии 2018 года: в погоне за маржой [Электронный ресурс] // АО «Эксперт РА». – Режим доступа: [https://raexpert.ru/researches/factoring/factoring\\_1h\\_2018](https://raexpert.ru/researches/factoring/factoring_1h_2018) (дата обращения: 20.09.2018);

<sup>55</sup> Современный словарь иностранных слов : Ок. 20000 слов. - М. : Рус. яз., 1992. - С.322.

<sup>56</sup> Советский энциклопедический словарь: [Ок. 80000 слов] / Гл. ред. А. М. Прохоров. – М. : Сов. энцикл., 1982. - С.505.

<sup>57</sup> Гусаков, В. Г. Аграрная экономика : термины и понятия : энциклопедический справочник / В. Г. Гусаков, Е. И. Дереза ; Национальная академия наук Беларуси, Институт экономики НАН Беларуси ; Центр аграрной экономики. – Минск : Белорусская наука, 2008. - С.269.

экономисты как Г. Мюрдаль, А. Песенти, П. Самуэльсон, А. Хиршман сходятся во мнении относительно роли государства как основного стимулятора развития инфраструктуры.

С целью более подробно выделить наполнение термина следует сопоставить понятия «инфраструктура» и «система». Инфраструктура, являясь основой бесперебойного функционирования систем, сама обладает свойствами системы: присутствием ключевых субъектов и существенных взаимосвязей между ними; наличием регулирования и определенной организации внутри системы; существованием интегративных свойств; иерархичностью<sup>58</sup>. С точки зрения иерархичности инфраструктура представляет собой подчиненную подсистему и может быть рассмотрена в рамках процесса секьюритизации.

Таким образом, следует понимать инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации как совокупность взаимосвязанных элементов, обеспечивающих бесперебойное функционирование и развитие финансового рынка, действующие в рамках единого правового поля. Отличительной особенностью элементов инфраструктуры является то, что они сами не принимают непосредственного участия в создании товара на этом рынке, но без которых его конструирование невозможно. С учетом вышеперечисленных позиций на понимание инфраструктуры автором предпринимается попытка дать собственное определение, а именно: *инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации* – это комплекс взаимосвязанных институтов, составляющих и обеспечивающих основу бесперебойного функционирования процесса преобразования ипотечных кредитов в производные финансовые инструменты, обращающиеся на рынке капитала. Главной задачей каждого элемента инфраструктуры является обеспечение самой возможности бесперебойного и стабильного взаимодействия субъектов. Среди интереса ключевых субъектов следует выделить доступность всех элементов инфраструктуры и минимизация стоимости их услуг.

В силу широты применения понятия инфраструктура не было выявлено единого мнения, касающегося ее классификационных признаков. С этой точки зрения представляет интерес исследование Е.Г. Руссковой<sup>59</sup>, посвященное методологии системного исследования инфраструктуры рыночной экономики. По мнению автора данного диссертационного исследования, для рассмотрения элементов инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации наиболее применима будет классификация на основе системного подхода. Она подразумевает под собой выделение функциональной, организационной структуры и структуры развития.

Функциональный подход направлен на выявление функций элементов инфраструктуры, которые они выполняют для работы системы. В рамках данного подхода выделяют: институциональную и организационно-правовую инфраструктуру. С точки зрения организационного

<sup>58</sup> Гойхер, О. Л., Ларюшкина А. А. Экономическая система: понятие, виды, свойства [Электронный ресурс] // Вестник ГУУ. 2013. №16. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskaya-sistema-ponyatiye-vidy-svoystva> (дата обращения: 28.03.2017).

<sup>59</sup> Русскова, Е. Г. Методология системного исследования инфраструктуры рыночной экономики : автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.01 / Русскова Елена Геннадиевна. – Волгоград, 2007. - 51 с.

подхода элементы сформированы по уровням и структурам компонентов, но не отражают их роли в обеспечении функционирования инфраструктуры. Структура развития раскрывается с позиции трансформации и модернизации. Данный подход важен с точки зрения этапов существования рынка и его инфраструктуры, но способен также выявить основные принципы построения инфраструктуры. По мнению автора, наиболее полно раскрывает взаимоотношения и структуру институциональный подход, который основан на выделении ключевых субъектов в рамках системы и функциональных элементов обслуживающей инфраструктуры. К примеру, Е.А. Шкарупа<sup>60</sup> при анализе инфраструктуры уточняет, что «институциональный состав как «совокупность финансовых и кредитных институтов» являются основой для определения места инфраструктурных элементов на рынке.

Такой подход позволяет раскрыть инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации с позиции следующих трех составляющих системы: ключевые субъекты, элементы самой инфраструктуры и регулирование взаимоотношений в рамках системы.

Субъекты по сути это ключевые звенья, без которых либо будут отсутствовать базовые активы (ипотечные кредиты), либо невозможно будет реализовать выпущенные производные финансовые инструменты (отсутствие инвесторов). *Ключевыми субъектами* рынка секьюритизации являются:

- Банк-оригинатор. Является инициатором сделки секьюритизации, формируя пул заложных по выданным однородным ипотечным кредитам, он продает его SPV, в целях списания секьюритизируемых активов с баланса, что позволяет улучшить показатели баланса и снизить долю денежных средств, задействованных в поддержании обязательных резервов. Если данная цель списания с баланса активов не преследуется банком-оригинатором, то пул активов остается на балансе и SPV не участвует в данной операции, а вид сделки называется балансовой секьюритизацией, которая подробнее будет рассмотрена далее.

- SPV. Специально созданное юридическое лицо с минимальным собственным капиталом, которое финансирует покупку активов путем выпуска ипотечных ценных бумаг.

Также в рамках системы присутствуют еще два ключевых субъекта, но с точки зрения иерархичности системы их следует отнести к соподчиненным ключевым субъектам:

- Заемщики. Физические и юридические лица, получающие кредит и принимающие на себя обязательство возратить в установленный срок ссуженную стоимость и уплатить процент за время пользования ссудой.

- Инвесторы. В основном к ним относятся физические и юридические лица, такие как: негосударственные пенсионные фонды (далее – НПФ), страховые компании, инвестиционные

---

<sup>60</sup> Шкарупа, Е. А. Финансово-кредитная инфраструктура сельского хозяйства как элемент финансовой и кредитной систем государства // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2017. Том 7. № 1В. С. 274-284.

фонды, банки и т.д. Основной целью таких инвесторов является получение стабильного дохода на уровне средней доходности на рынке в долгосрочной перспективе с высокой надежностью.

На взаимоотношениях именно этих четырех субъектов строится возможность существования сделки секьюритизации. Инфраструктура же является частью системы, но представляет собой совокупность институтов, обеспечивающих возможность и бесперебойность проведения полного цикла сделки секьюритизации. К *институтам непосредственно инфраструктуры* относятся:

- Сервисер или агент по обслуживанию. Его задачей является обслуживание кредитов, включенных в пул секьюритизированных активов, в том числе обращение взыскания на залог по дефолтным кредитам. Однако, как правило, оригинатор оставляет за собой функции по обслуживанию активов, получая за это вознаграждение.
- Консалтинговые агентства. Их основная задача данных агентств заключается в оказании консультационных услуг, касающихся нюансов правовой и налоговой базы проводимой сделки.
- Платежный агент. В целом его основные функции сводятся к правильным расчетам и эффективной организации платежей, своевременной коммуникации с участниками сделки, а в ряде случаев – еще и контролю параметров и общего хода сделки<sup>61</sup>.
- Управляющая компания. К функциям управляющей компании относятся все вопросы руководства деятельностью спецюрлица, деятельность которого существенно ограничена.
- Трасти/Траст (доверенное лицо). Важной функцией Трасти является оценка активов, выступающих в качестве обеспечения, проверка отчетов о деятельности Сервисера и осуществление досрочного погашения выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечным покрытием. Также Трасти иногда исполняет обязанности платежного агента, а значит, обслуживает выплаты по ценным бумагам в соответствии с условиями выпуска.
- Страховая компания и/или Гарант. Они необходимы для поддержания стабильности выплат при задержке или неисполнении требований инвесторов по ценным бумагам. Это также повышает надежность ценных бумаг, а стало быть, может использоваться для повышения кредитного рейтинга.
- Депозитарий. Все закладные, входящие в пул покрытия, в процессе сделки формируют по признакам срочности, доходности и риска в ипотечные пулы и помещают их на хранение в депозитарий. Также депозитарий проверяет все закладные на соответствие требованиям законодательства. Для хранения закладных в США используется Трасти, но в случае отсутствия

---

<sup>61</sup> Дубинский, А. Расчетный агент как фактор повышения эффективности сделок секьюритизации / А. Дубинский // Энциклопедия российской секьюритизации-2017. – 2017. - С.158-163

Трасти, как например, в Европе, при проведении секьюритизации прибегают к услугам специального депозитария.

- **Рейтинговые агентства.** Призваны сформировать независимое мнение о качестве выпускаемых ценных бумаг, причем при действительной продаже пула оценка независима от рейтинга originатора. Цель присвоения рейтинга – помочь инвесторам принять инвестиционные решения.

Помимо перечисленных элементов в инфраструктуру следует включать подсистемы банка-оригинатора, которые участвуют в процессе секьюритизации. При этом кроме элементов, интегрированных в другие процессы банка (отдел кредитования, управления рисками и т.д.), существуют специально созданные подсистемы, заменяющие собой некоторые элементы внутренней инфраструктуры (страховые и инвестиционные компании, сервисные обслуживающие подсистемы, управляющие компании и т.д.). Причин для создания таких подсистем несколько: экономия ресурсов в ситуации, если на рынке нет адекватных предложений; нежелание зависеть от третьих лиц; отсутствие более компетентных элементов на рынке; желание сохранить наибольший контроль за действиями инфраструктуры и т.д.

*Третьей составляющей* является правовое поле, на основе которого функционируют все ранее перечисленные компоненты. Оба из приведенных выше элементов системы, подвержены прямому или косвенному регулированию контрольно-надзорными органами страны originатора и международных финансовых организаций. Нормативно-правовая база страны originатора и состав контрольно-надзорных органов оказывают существенное влияние на весь процесс секьюритизации, а также на уровень развития всего финансового рынка и его инфраструктуру. В зависимости от сформированности финансового рынка инициаторам секьюритизации становятся доступны те или иные элементы инфраструктуры, необходимые для проведения сделки, или же отсутствие каких-либо элементов заставляет либо отказаться от сделки вовсе, либо обращаться на международный финансовый рынок в поиске необходимых компонентов. В то же время международные стандарты проведения финансовых операций накладывают свои ограничения. Более подробно роль и особенности правового поля секьюритизации ипотечных активов будет рассмотрена в третьем параграфе первой главы.

Помимо влияния контрольно-надзорных органов на инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации оказывают воздействие различные глобальные, национальные и региональные факторы. Влияние носит как положительный, так и отрицательный характер, а со временем их роль в воздействии на инфраструктуру может меняться. Разделение факторов по уровням и направлению их воздействия демонстрирует возможные способы влияния на них.

Таблица 1.3 – Классификации факторов, влияющих на инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации, по уровню воздействия

Уровень	Факторы	Направление воздействия
Глобальные	- Международные требования к сделкам секьюритизации;	Положительное
Глобальные	- Экономические (стадии экономического цикла);	Меняющееся в зависимости от конъюнктуры
	- Стоимость финансовых ресурсов на международном рынке; - Политические (место государства в геополитической структуре мира);	Отрицательное
Национальные	- Нормативно-правовое регулирование секьюритизации; - Количество выданных ипотечных кредитов;	Положительное
	- Направления денежно-кредитной политики; - Уровень развития рынка ценных бумаг; - Психологические (ожидаемая инфляция, доверие к финансовым рынкам);	Меняющееся в зависимости от конъюнктуры
	- Стоимость процедуры секьюритизации;	Отрицательное
Региональные	- Количество кредитных организаций, выдающих ипотечные кредиты;	Положительное
	- Социальные (платежная дисциплина заемщиков по ипотечным кредитам); - Качество заемщиков;	Меняющееся в зависимости от конъюнктуры
	- Отраслевая специализация региона (моногород).	Отрицательное

Источник: разработано автором.

Исходя из уровня, к которому принадлежат факторы, у регулирующих органов существуют различные возможности воздействия на каждый из них. На основе направления воздействия может определяться политика в области поддержки или развития рынка: усиливая положительные и снижая воздействие отрицательных. Сила воздействия каждого фактора является наиболее взаимосвязанной между собой характеристикой. К примеру, при сильном влиянии фактора стадии экономического цикла как спад другие отрицательные факторы будут иметь больший негативный эффект. Следовательно, сила воздействия может быть оценена исключительно с учетом влияния других преобладающих факторов.

Рассмотренные элементы инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, взаимодействуя между собой, в комплексе обеспечивают возможность проведения каждого из этапов процедуры секьюритизации. Рынок ипотечной секьюритизации и место инфраструктуры в нем представлены на рисунке 1.3.



Рисунок 1.3 – Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации

Источник: разработано автором.

В зависимости от используемой схемы секьюритизации и целей процедуры субъектный состав может меняться, а вслед за ним перечень отношений и правил каждой сделки. Таким образом, теоретическое осмысление секьюритизации происходит до настоящего времени, развивая и расширяя сферу ее применения. Распространение и модификация инструментов секьюритизации подтверждает смену вектора применения данного процесса в сторону восприятия его как источника финансирования и способа перераспределения рисков. Мультиаспектность сути секьюритизации раскрывается в инфраструктуре рынка и отношениях, возникающих в процессе осуществления сделок. В результате исследования генезиса процесса секьюритизации был расширен категориальный аппарат, выделены и обоснованы базовые компоненты ее инфраструктуры.

### **1.3 Риски развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации**

Динамичность современного общества диктует необходимость непрерывного развития всех сфер деятельности человека. Кредитный рынок – один из наиболее ярких примеров деятельности, которая способна быстро и в необходимом объеме развиваться и удовлетворять меняющиеся потребности общества. Само понятие «развитие» чаще всего воспринимается как некое позитивное движение вперед к улучшению. Однако развитию подвержены не только благоприятные явления. К примеру, развитие заболеваний, теневой экономики или криминальных структур воспринимается абсолютно негативно. Потребность в формулировании развития как общего понятия обусловлена отсутствием однозначного и четкого понятия, в то же время это указывает на его сложность и интегративную значимость.

Понимание сущности развития имеет свое начало в размышлениях философов о проблеме движения и изменения природы и общества<sup>62</sup>. Основная дискуссия разворачивалась относительно принятия развития как циклического процесса (О. Хаксли, А.Д. Тойнби, Гераклит, Платон, Аристотель) или как бесконечное движение по восходящей спирали (Гегель, К. Маркс, Ф. Энгельс, Б. Спиноза). Более современные понятия раскрывают развитие как поэтапный процесс с выявлением неких последствий. Так, например, новейший философский словарь определяет развитие как «процесс, сопряженный с преобразованием внутренних и внешних связей, предполагающий сохранение (системного) качества развивающихся объектов; указывает на стадийность, смену способов самоорганизации системы; связывает процесс с циклическостью и на-

---

<sup>62</sup> Попова, Г.В. Развитие: понятие и сущность (теоретический аспект) // Вестник Санкт-петербургского университета МВД России – Санкт-Петербург. . – 2009. - С.139-148

правленностью процессуальных изменений; указывает на то, что развитие содержит идею прогресса – революционного или эволюционного; отмечает, что в процессе развития может происходить как наращивание, так и потеря качеств, которые важно удержать в системе для поддержания ее идентичности и целостности»<sup>63</sup>. Таким образом, процесс развития является вариантом ответа на происходящие изменения в какой-либо системе, а во многих случаях практически неминуем (ужесточение экологических требований к производству неизбежно ведет к модернизации технологических процессов). По нашему мнению, следует понимать термин «развитие» как процесс положительного или отрицательного изменения элементов системы в составе функциональности.

Если рассматривать развитие как процесс преобразования, то можно выделить следующие характеристики системы, которые подвергаются изменениям:

- виды элементов. Процесс развития, как правило, подразумевает создание новых элементов, отвечающих изменившимся потребностям рынка и вытеснение из него неактуальных и ненужных элементов;
- количество элементов. Можно отметить, что эта характеристика зависит от стадии экономического цикла и поэтому имеет волнообразный характер. Так, в период экономического подъема количество элементов в системе увеличивается в соответствии с ростом потребности экономических субъектов, а в периоды спада появляется склонность к объединению, универсализации элементов и сокращению их общего числа;
- территориальное распределение элементов. В настоящее время причиной территориальной передислокации является внедрение интернет-технологий, позволяющих мгновенно передавать информацию. При этом, если рассматривать ситуацию ретроспективно, можно выделить первоначальную тенденцию к централизации всех основных элементов в столичном регионе, которая затем сменяется децентрализацией по причине снижения расходов по их содержанию на периферии;
- параметры и характеристики элементов. Здесь подразумевается изменение правового статуса, принадлежности к какому-то объединению, скорости взаимодействия и т.д.;
- функции элементов. По мнению автора, изменение функционала вследствие развития является основой этого процесса и относится к его обязательным последствиям;
- персонал и внутренняя иерархия элементов. Изменение функций должно находить свое отражение также и в изменении внутренней структуры элемента;
- внешняя иерархия элементов. Несет в себе серьезные изменения всей системы и поэтому относится к кардинальным преобразованиям;

---

<sup>63</sup> Грицанов, А. А. Новейший философский словарь // А.А. Грицанов. — Минск.: Изд. В.М. Скакун, 1999. - 896 с.

- взаимосвязи элементов. В особенной мере эта характеристика относится к развитию инфраструктуры любого рынка, так как во взаимосвязях элементов кроется способность инфраструктуры обеспечить функционирование системы.

Результатом развития любой системы, как правило, предполагается такое преобразование самих элементов, которое позволяет качественно или/и количественно лучше выполнять ими свои функции. Особенность любой инфраструктуры в ее способности к быстрым преобразованиям. От того как быстро и в каком направлении развивается система зависит преобразование инфраструктуры. Так, являясь частью рынка ипотечной секьюритизации, инфраструктура либо развивается и способствует успешной реализации процесса преобразования ипотечных кредитов в деривативы, либо становится фактором, тормозящим этот процесс. По сути, непрерывное развитие является для инфраструктуры первоочередной задачей, так как она сама по себе должна создавать предпосылки к эволюции рынка и во многом является определяющей воспроизводственные и конкурентные возможности.

Причины, формирующие необходимость развития инфраструктуры ипотечной секьюритизации:

- интересы банков в передаче рисков и росте ресурсного обеспечения;
- изменение финансовых условий;
- новые технологии;
- трансформация законодательства;
- целенаправленные действия надзорных органов.

Названные причины перманентно воздействуют на рынок ипотечной секьюритизации и его инфраструктуру и вынуждают развиваться и совершенствоваться. Для того чтобы развитие выражалось преимущественно в виде позитивных тенденций важно идентифицировать и минимизировать риски, которые несет в себе этот процесс. Риски, сопровождающие процессы развития:

- развитие несёт риски инноваций, т.е. вероятность получения положительного результата может оказаться низкой;
- развитие – это антипод спокойной, устоявшейся ситуации;
- в ходе развития могут быть заменены или вообще уничтожены несовременные, но крайне востребованные и эффективные объекты;
- термин «развитие» часто приобретает негативный характер, т.к. нередко им называют различные «полусектантские» семинары, учения, практики, на которых участники вводятся в заблуждение.

Любая деятельность на финансовом рынке связана с неопределенностью, непредсказуемостью и вероятностью финансовых потерь. На сегодняшний день возможно выделить два на-

учных направления трактовки экономического риска. С понятийной точки зрения «риск» может пониматься как а) ущерб вследствие принятия определенных решений; и б) отклонение ожидаемого дохода от запланированного, как в меньшую, так и в большую сторону.

Восприятие риска как ущерба характерно для представителей классической теории риска, таких как И.А. Бланк, Ю.Н. Воропаев, Ф. Кенэ, Д.С. Милль, Т. Мэн, У. Петти, Д. Рикардо, А. Смит, Н.У. Сениор, Н.Г. Чумаченко и других. В основе понимания лежит мнение о том, что риск неотъемлемая часть любой хозяйственной деятельности, проявляющийся виде потерь в результате неверно выбранного решения и реализуемой стратегии.

Иная точка зрения у представителей неоклассической теории риска, которые (М.И. Баканов, Л.Дж. Гитман, Дж. Кейнс, С.В. Кузьменко, А. Маршалл, Ф. Найт, А. Пигу) уделяют внимание не только возникновению потерь вследствие наступления риска, но и выделяют связь между величиной дохода при различных уровнях риска. Другими словами, рассчитывая на большую прибыль, необходимо идти на больший риск. Данная точка зрения получила широкое признание в современной экономической науке. Здесь следует согласиться со сторонниками данного подхода, так как он полнее описывает действия экономических субъектов и их возможности при принятии решений. Помимо этого риск следует воспринимать не только со стороны исключительно потерь, а еще и как возможность получить сверхдоход. Так, по мнению И.П. Хоминич, риск может повлечь за собой три экономических результата: отрицательный (ущерб, убыток), нулевой и положительный (выгода, прибыль)<sup>64</sup>.

По мнению автора, риск отождествляется, как правило, с возможными материальными потерями, связанными с реализацией неудачно выбранного решения, с чрезвычайными обстоятельствами, обусловленными окружающей средой, а так же с неблагоприятными изменениями рыночных условий. Наиболее полно понятие риска раскрывается в работах Ю.Ю. Русанова, где риск определяется как «... порождаемая неопределенностью проявления агрессивных факторов внешних и внутренних сред возможность отклонения реального протекания, управляемого (наблюдаемого) процесса от предполагаемого сценария и в итоге от ожидаемого результата (цели)»<sup>65</sup>.

Многогранность понятия «риск» и интерес различных экономических школ породил существование множества разносторонних классификаций данной категории. В свою очередь дискуссионная составляющая все же имеет единый базис и несколько общепринятых классификационных признаков.

---

<sup>64</sup> Хоминич, И. П. Управление финансовыми рисками : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры под редакцией И. П. Хоминич, И. В. Пещанской. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 345 с.

<sup>65</sup> Русанов, Ю. Ю. Банковский менеджмент: учебник / под ред. Ю. Ю. Русанова. – М. : Магистр : ИНФРА-М, 2015. - 480 с.

Таблица 1.4 – Классификация экономических рисков по различным критериям

Критерий	Виды экономических рисков
По сфере концентрации	Факторные, результативные
По отраслям	Банковские, транспортные, правовые, сельскохозяйственные, промышленные и др.
По сферам экономической деятельности	Финансовые, производственные, сферы услуг и др.
По области возникновения	Экономические, политические, военные и др.
По уровню риска	Низкие, умеренные, значительные, катастрофические
По форме последствий	Материальные, финансовые, моральные, репутационные и др.
По месту возникновения	Внутренние, внешние, смешанные
По типу воздействия	Передаваемые, нейтрализуемые, компенсируемые, минимизируемые, диверсифицируемые и др.
По скорости возникновения	«Глеющие», замедленные, стандартные, нарастающие или ускоряемые, мгновенные.

Источник: составлено автором на основе <sup>66</sup>.

Первые три критерия в таблице позволяют определить место рисков развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации. На основе критерия «сфера концентрации» риски развития инфраструктуры следует относить к *факторной стороне*. Это означает, что риски проецируются на сам процесс секьюритизации, а не на конечный результат. Критерии отрасли и сферы экономической деятельности идентифицируют эти риски как *банковские и финансовые* соответственно. Следующие классификационные признаки включают в себя возможные проявления рисков развития инфраструктуры и могут быть присвоены исключительно к каждому риску в отдельности в зависимости от конкретной ситуации. Отметим, что в таблице представлена лишь малая часть всех существующих классификаций, но отражены наиболее принципиальные классификационные признаки в рамках данного исследования.

По нашему мнению, главной задачей в вопросе идентификации рисков развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации является разделение рисков на: 1) риски, вызывающие потребность в развитии; и 2) риски, для которых развитие является фактором их образования. Данная классификация позволяет оценить степень потребности в развитии инфраструктуры и ее целесообразность. Двойственная основа развития раскрывается с одной стороны в существовании рисков, вызывающих потребность в развитии, которые вынуждают преобразовываться институты инфраструктуры или саму систему. С другой стороны любое изменение, коим является развитие, всегда находит негативные отклики среди других институтов и связан-

<sup>66</sup> Там же.

ных между собой систем. В таблице 1.5 раскрыта сущность рисков развития исходя из источника возникновения.

Таблица 1.5 – Классификация рисков инфраструктуры ипотечной секьюритизации по источнику возникновения

Вид	Риски	Сущность
Риски, вызывающие потребность в развитии	Кредитный	Риск снижения потока платежей от пула ипотечных кредитов (рост количества дефолтов по ипотечным кредитам, несвоевременная уплата долга, досрочное погашение кредита) или снижение стоимости заложенного имущества, включенного в состав ипотечного покрытия.
	Цифровизации	Риск внедрения и распространения цифровых и иных инновационных и революционных технологий, переход к которым вынуждает перестраивать существующие бизнес-процессы.
	Регулятивный	Риск финансовых или репутационных потерь вследствие законодательных, нормативных изменений или санкций.
	Некомпетентности	Риск недостаточной квалификации персонала и несовершенства организационной структуры организации в части распределения полномочий подразделений и служащих.
	Закрытия доступа к зарубежным рынкам	Риск потери доступа к иностранным элементам инфраструктуры, к их знаниям и технологиям. Он непосредственно коррелируется с политическим риском и сложно предсказуем в долгосрочной перспективе.
	Деловой	Риск несоблюдения институтом инфраструктуры законодательства, учредительных и внутренних документов банка, норм делового оборота, принципов профессиональной этики, неисполнение договорных обязательств перед контрагентами.
	Политический	Вероятность изменения направлений государственной политики в области секьюритизации активов.
Риски, для которых развитие является фактором их образования	Инновационный	Риск потерь при вложении средств в мероприятия по развитию.
	Репутационный	Потеря доверия и репутации среди участников рынка секьюритизации в связи с нарушением договорных отношений, законодательства и др.
	Имитации развития	Риск имитации деятельности по развитию инфраструктуры, выражающиеся исключительно в номинальных итогах деятельности.
	Отсутствия регулирования и опыта	Риск опережения преобразований инфраструктуры над развитием правового регулирования какой-либо области секьюритизации, вследствие чего возникает невозможность дальнейшего развития
	Непринятия рынком	Вероятность выбора стратегии развития, несовпадающей с потребностями рынка.

Источник: разработано автором.

Риски, вызывающие потребность в развитии, связаны с нормальным процессом эволюции денежно-кредитных отношений. Так как основой функционирования инфраструктуры является ее способность подстраиваться и помогать рынку секьюритизации, то любое игнорирование происходящих изменений влечет за собой риски. Наиболее критичным по степени воздействия является кредитный риск, который связан непосредственно с финансовой составляющей

щей процесса секьюритизации. Необходимо отметить, что целью секьюритизации является именно трансформация ипотечных активов в высоконадежные финансовые инструменты, обращающиеся на рынке капитала. При этом с другой стороны сам процесс секьюритизации является источником рисков. Существенную роль среди рисков, являющихся фактором их образования, занимает риск отсутствия регулирования и он опыта и относится к наиболее опасным с точки зрения последствий. Невозможность применения новых технологий или деятельности новых институтов инфраструктуры по причине отсутствия регулирования и опыта их взаимодействия лишает развитие его конечной цели – улучшение функционирования инфраструктуры. Таким образом, инфраструктура, в процессе развития снижает или передает риски, вызывающие сам процесс развития, но одновременно создает и повышает риски, для которых развитие является фактором их образования. Чтобы раскрыть механизмы реализации рисков необходимо рассмотреть факторы, оказывающие влияние на выявленные риски.

Таблица 1.6 – Классификация рискообразующих факторов развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации

Факторы, увеличивающие риски	Факторы, снижающие риски
<b>Кредитный риск</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Экономический кризис;</li> <li>• Рост инфляции;</li> <li>• Снижение стоимости залогового имущества;</li> <li>• Снижение платежной дисциплины заемщиков;</li> <li>• Рост безработицы;</li> <li>• Мошенничество заемщиков.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост реальных доходов населения;</li> <li>• Повышение финансовой грамотности населения;</li> <li>• Страхование;</li> <li>• Диверсификация пула ипотечных кредитов;</li> <li>• Консервативная кредитная политика.</li> </ul>
<b>Риск цифровизации</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Внедрение электронной закладной;</li> <li>• Онлайн-ипотека;</li> <li>• Требование государственных органов перехода на электронный документооборот;</li> <li>• Активизация хакерных атак.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Своевременное обновление техники и программного обеспечения;</li> <li>• Повышение квалификации сотрудников;</li> <li>• Снижение доли бумажного документооборота.</li> </ul>
<b>Регулятивный риск</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Реформирование правового поля;</li> <li>• Частые изменения в законодательстве;</li> <li>• Проблемы, неточности и противоречия нормативно-правовых актов;</li> <li>• Чрезмерное лоббирование на рынке интересов отдельных групп влияния;</li> <li>• Инертность правоохранительных органов.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прямые каналы взаимодействия законодательных структур и участников рынка;</li> <li>• Непрерывный мониторинг изменений правового поля;</li> <li>• Учет судебной и арбитражной практики в разработке внутренних стандартов деятельности.</li> </ul>

Продолжение таблицы 1.6

Факторы, увеличивающие риски	Факторы, снижающие риски
<b>Риск некомпетентности</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Несоблюдение сотрудниками установленных порядков и процедур;</li> <li>• Несовершенство организационной структуры кредитной организации в части распределения полномочий подразделений и служащих;</li> <li>• Низкие требования к системе внутреннего менеджмента и квалификации персонала.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение мотивации и квалификации сотрудников;</li> <li>• Повышение уровня цифровизации инфраструктурных элементов рынка ценных бумаг;</li> <li>• Создание специальных комиссий по мониторингу компетенций сотрудников.</li> </ul>
<b>Риск закрытия доступа к зарубежным рынкам</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Политика дезинтеграции внешнеэкономических связей.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Обход политических барьеров;</li> <li>• Страновая диверсификация взаимоотношений;</li> <li>• Дублирование функций зарубежных институтов.</li> </ul>
<b>Деловой риск</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Конфликт интересов;</li> <li>• Неспособность организации, его аффилированных лиц, а также реальных владельцев эффективно противодействовать легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, а также иной противоправной деятельности, осуществляемой недобросовестными клиентами, контрагентами и (или) служащими организации.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Проверка контрагентов;</li> <li>• Разработка и неукоснительное следование правилам делового оборота;</li> <li>• Контроль над системой защиты данных;</li> <li>• Контроль соблюдения сотрудниками установленных порядков и процедур.</li> </ul>
<b>Политический риск</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положение на международной арене;</li> <li>• Экономические взаимоотношения страны;</li> <li>• Государственное участие в капитале организаций инфраструктуры.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Постоянный мониторинг направлений государственной политики;</li> <li>• Использование зарубежного опыта, но с учетом отечественных реалий.</li> </ul>
<b>Инновационный риск</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низкий спрос на рынке ценных бумаг, снижение деловой активности.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Наличие резервных элементов инфраструктуры;</li> <li>• Формирование резервного фонда.</li> </ul>
<b>Репутационный риск</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Конфликты интересов менеджеров с учредителями (участниками), клиентами и контрагентами, и другими заинтересованными лицами;</li> <li>• Распространение негативных слухов, новостей, конфиденциальной информации;</li> <li>• Нарушения законодательства, правил деловой этики, сроков реализации проектов и пр.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Понимание и поддержка работниками кредитной организации корпоративных ценностей и бизнес-задач кредитной организации;</li> <li>• Транспарентность деятельности;</li> <li>• Внедрение, постоянный мониторинг кадровой политики и системы защиты информации.</li> </ul>
<b>Риск имитации развития</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Существенное отставание института инфраструктуры от других участников рынка;</li> <li>• Игнорирование или неосознанность потребности в развитии.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Координирование результатов развития с конкретными и оцениваемыми результатами;</li> <li>• Заинтересованность руководителей в развитии;</li> <li>• Сопоставимый опыт конкурентов.</li> </ul>

Продолжение таблицы 1.6

Факторы, увеличивающие риски	Факторы, снижающие риски
Риск отсутствия регулирования и опыта	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Трансформация нормативно-правовой базы;</li> <li>• Отсутствие прецедента;</li> <li>• Низкий уровень развития рынка ценных бумаг;</li> <li>• Сложность или неясность правового поля операций.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Привлечение опытных специалистов или консалтинговых агентств.</li> </ul>
Риск непринятия рынком	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Недостаток данных об ипотечных кредитах или использование ложной информации;</li> <li>• Отсутствие понятных принципов функционирования новых элементов;</li> <li>• Ошибки менеджмента или его неверное построение.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Разработка подробных правил, принципов, инструкций;</li> <li>• Проработка нескольких сценариев функционирования, стресс-тестирование;</li> <li>• Повышение квалификации сотрудников.</li> </ul>

Источник: разработано автором.

Выявленные факторы носят разносторонний характер, но в целом следует отметить, что построение эффективной системы риск-менеджмента является основой в управлении представленными рисками. Наиболее распространенными методами снижения рисков в риск-менеджменте финансовых институтов являются: передача, избежание; лимитирование; хеджирование; диверсификация; принятие. В зависимости от вида риска и целей деятельности применяются те или иные методы нейтрализации рисков, некоторые из которых можно представить в таблице 1.7.

Таблица 1.7 – Методы управления рисками инфраструктуры ипотечной секьюритизации

Риск	Метод	Методы нейтрализации рисков
Кредитный	<ul style="list-style-type: none"> <li>• передача;</li> <li>• лимитирование;</li> <li>• диверсификация;</li> </ul>	Передача рисков инвесторам и диверсификация между другими участниками рынка. Лимитирование риска при принятии на себя.
Цифровизации	<ul style="list-style-type: none"> <li>• диверсификация;</li> <li>• принятие;</li> </ul>	Самострахование при помощи резервных элементов (дополнительных серверов, дублирование сетей, копирование данных и пр.). Диверсификация между поставщиками информационных технологий, оборудования, схем взаимодействия.
Регулятивный	<ul style="list-style-type: none"> <li>• избежание;</li> <li>• диверсификация;</li> </ul>	Избежание операций, имеющих двусмысленные трактовки или неясности. Пользование услугами нескольких консалтинговых агентств, работа в нескольких юрисдикциях.
Некомпетентности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• диверсификация;</li> <li>• принятие;</li> </ul>	Создание резервных фондов для минимизации потерь. Внедрение многоуровневой системы контроля менеджмента.

Продолжение таблицы 1.7

Риск	Метод	Методы нейтрализации рисков
Закрытия доступа к зарубежным рынкам	<ul style="list-style-type: none"> <li>• хеджирование;</li> <li>• диверсификация;</li> </ul>	Страхование на случай санкций и пр. Работа одновременно на нескольких рынках.
Деловой	<ul style="list-style-type: none"> <li>• диверсификация;</li> <li>• лимитирование;</li> <li>• принятие;</li> </ul>	Самострахование. Введение дополнительных элементов контроля за исполнением внутренних регламентов деятельности и проверкой контрагентов. Установление лимитов ответственности внутренних подразделений при работе на рынке секьюритизации.
Политический	<ul style="list-style-type: none"> <li>• передача;</li> <li>• избежание;</li> <li>• принятие;</li> </ul>	Страхование политических рисков. Отказ от работы в странах с высоким риском. Введение дополнительной премии за риск при работе на рынке секьюритизации.
Инновационный	<ul style="list-style-type: none"> <li>• передача;</li> <li>• диверсификация;</li> <li>• самострахование;</li> </ul>	Передача риска одному или нескольким резервным элементам инфраструктуры. Создание резервных фондов при апробации инновационных решений.
Репутационный	<ul style="list-style-type: none"> <li>• диверсификация;</li> <li>• принятие;</li> </ul>	Распределение ответственности между внутренними службами и внешними участниками процесса секьюритизации. Открытость деятельности.
Имитации развития	<ul style="list-style-type: none"> <li>• избежание;</li> </ul>	Отказ от деятельности на рынке секьюритизации.
Отсутствия регулирования и опыта	<ul style="list-style-type: none"> <li>• избежание;</li> <li>• диверсификация;</li> </ul>	Отказ от деятельности на рынке секьюритизации. Вовлечение внешних институтов к подготовке и проведению сделок секьюритизации.
Непринятия рынком	<ul style="list-style-type: none"> <li>• диверсификация;</li> <li>• принятие.</li> </ul>	Выход на несколько рынков. Создание дополнительных резервов при выходе на новый рынок или внедрению инноваций в сделки.

*Источник:* разработано автором.

Если рассматривать данные риски с точки зрения возможности нанесения катастрофического ущерба, то, определённо, следует выделить кредитный и репутационный риски. Реализация любого из них в различной степени может отразиться на всех участниках процесса секьюритизации вплоть до полного дефолта выпуска или банкротства участников рынка.

*Кредитный риск* возникает вследствие неисполнения, несвоевременного, либо неполного исполнения должником финансовых обязательств перед кредитной организацией в соответствии с условиями договора. К его росту может привести кредитование связанных лиц или недостаточное внимание к финансовым возможностям заемщика, вследствие несоблюдения или недостаточного соблюдения установленных кредитной организацией правил, порядков и процедур рассмотрения обращений на получение кредитов, определения кредитоспособности заемщика(ов) и принятия решений о предоставлении кредитов.

Значительный вклад в развитие современных знаний о кредитном риске внесли такие отечественные ученые как О.И. Лаврушин, Н.И. Валенцева, В.Т. Севрук, Л.П. Белых, многие из которых связывают качество риск-менеджмента с банковской устойчивостью, подчеркивая чрезвычайную необходимость качественного анализа кредитного риска для банковской деятельности. О.И. Лаврушин и Н.И. Валенцева в своих трудах рассматривают кредитный риск как риск невыполнения кредитных обязательств перед кредитной организацией третьей стороной. По мнению В.Т. Севрук кредитный риск отражает возможность потерь вследствие нежелания или неспособности контрагента выполнить свои обязательства в полном объеме и в срок.

Кредитные риски, формируемые в инфраструктуре рынка ипотечной секьюритизации, имеют множество разновидностей. С позиции факторов, влияющих на кредитный риск, они классифицируются на: факторы, повышающие кредитный риск (снижение доходов, рост безработицы); факторы, снижающие кредитный риск (рост цены заложенного имущества; страхование и другие способы дополнительного обеспечения). С точки зрения участников кредитный риск можно разделить на риск невозврата задолженности: физическими лицами; физическими лицами – индивидуальными предпринимателями; некоммерческими организациями; коммерческими организациями; финансовыми организациями; предприятиями, контролируруемыми государством. По типу воздействия следует выделить риски: передаваемые; нейтрализуемые; диверсифицируемые; минимизируемые; компенсируемые и др. Особенности ипотечного кредитования приводят к формированию трех разновидностей кредитного риска, с которыми сталкивается кредитная организация при ипотечном кредитовании. К ним относятся следующие риски: неуплаты долга заемщиками; невыполнения договорных обязательств (несвоевременного, либо неполного исполнения должником своих финансовых обязательств перед кредитной организацией); недополучения страхового возмещения (не реализации залогового имущества или реализации по стоимости непокрывающей сумму долга). Кредитный риск имеет тесную связь с мотивами и личными установками заемщика, который под влиянием множества факторов принимает решения относительно уплаты долга. Такие экономисты, как Ю.А. Бабичева<sup>67</sup>, О.И. Лаврушин, Н.И. Валенцева<sup>68</sup>, С.Н. Кабушкин<sup>69</sup>, Х.В. Грюнинг, С.В. Братанович<sup>70</sup>, П.С. Роуз<sup>71</sup> и др., видят в основе рискованных действий заемщика экономические предпосылки. К ним относят: потеря работы; причины временной нетрудоспособности, влекущие за собой потерю дохода; увеличение

<sup>67</sup> Бабичева, Ю. А. Банковское дело. Справочное пособие / ред. Ю. А. Бабичева. – М.: Экономика, 2016. – 397 с.

<sup>68</sup> Лаврушин, О. И., Валенцева Н. И. Банковское дело : учебник / О. И. Лаврушин, Н. И. Валенцева и др. / Под ред. О. И. Лаврушина. – 12-е изд., стер. – М. : Кнорус, 2016. - 800 с.

<sup>69</sup> Кабушкин, С. Н. Управление банковским кредитным риском. Учебное пособие / С. Н. Кабушкин. – 4-е изд., стер. – Минск: Новое знание, 2007. - 336 с.

<sup>70</sup> Грюнинг, Х. В., Братанович С. В. Анализ банковских рисков: система оценки корпоративного управления и управление финансовым риском: учебник / Х. В. Грюнинг, С. В. Братанович. – М. : Весь мир, 2007. - 307 с.

<sup>71</sup> Роуз, П. С. Банковский менеджмент : Предоставление фин. услуг : Пер. с англ. / П. С. Роуз. – М. : Акад. нар. хоз-ва : Дело, 1995. - 743 с.

затрат заемщика (рождение детей, потеря супруга); мошеннические мотивы; низкий уровень финансовой грамотности; закредитованность и т.д. Однако накопленный опыт банковской деятельности и появление направлений изучения поведенческой экономики создали предпосылки для развития идеи об учёте социальных, психологических и эмоциональных факторов, влияющих на поведение заемщика.

По мнению автора, параметры личной моральной кредитоспособности заемщика необходимо рассматривать наравне с экономическими. При этом к личным параметрам следует относить не только семейное положение, возраст, кредитную историю и т.д., но и в случае именно ипотечного кредитования следует оценивать степень заинтересованности заемщика в получении и обслуживании кредита, его мотивы и цели. Эту заинтересованность можно выявить только при комплексном анализе жизненной ситуации заемщика, что требует индивидуального подхода при оценке кредитоспособности. Особенность ипотечного кредитования в том, что оно обеспечивает базовую потребность личности в собственном жилье. Эта весомая психологическая цель напрямую влияет на кредитоспособность. В случае если в силу жизненной необходимости для индивидуума одним из немногих способов приобрести собственное жилье или улучшить жилищные условия является ипотечный кредит, тогда степень заинтересованности заемщика погасить кредит полностью и в срок заметно возрастает. В обратной ситуации, когда для заемщика приобретение недвижимости с использованием ипотечного кредита является инвестиционной целью, проведением досуга (дача, гараж) или дополнительным комфортом (парковочное место), тогда, скорее всего, с позиции экономической кредитоспособности (высокий доход, наличие имущества в собственности и т.д.) данный заемщик является более привлекательным для банка, но с позиции личной заинтересованности кредитный риск этой сделки будет весьма велик. Здесь также следует выдвинуть гипотезу о влиянии на личную моральную кредитоспособность заемщика отношения размера уже выплаченного долга к величине его остатка. Предположение строится на том, что выплатив большую часть стоимости заложенного имущества, заемщику предпочтительнее закрыть кредит в срок в полном объеме, несмотря на возможные негативные экономические факторы, нежели отказываться от уплаты долга и лишиться заложенного имущества. Следовательно, объем выплаченного долга можно отнести как к экономическим факторам, так и к личным.

Отдельным видом кредитного риска является риск обеспечения кредита, который не является самостоятельным риском и рассматривается в случае непогашения кредита, но является наиболее интересным, так как напрямую зависит от вида обеспечения. Исходя из представленной классификации в таблице 1.6, на кредитный риск в наибольшей степени оказывает влияние возможность получения дохода от использования приобретаемого имущества. Этот признак также объединяет в себе и экономические (падение доходов от имущества снижает общую до-

ходность фирмы) и личные (прекращение действующего кредитного договора и возврат уплаченной суммы для направления этих средств, к примеру, на свадебный подарок детям) факторы. В обобщенном виде кредитный риск инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации связан с вероятностью нарушения стабильного денежного потока от пула ипотечных кредитов, который по природе представляет собой основу сделки секьюритизации.

Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации по своей сути построена на потребности рынка в ее услугах и доверии к деятельности ее институтов. Именно поэтому особое место среди выявленных рисков занимает *репутационный риск*. Причина тому специфика кредитного рынка, который основан на принципе доверия сторон. Репутация – понятие качественное, но для субъектов кредитного рынка имеющее большое материальное значение. Данный риск следует отнести к риску-шансу, а, следовательно, он несет в себе не только потерю деловой репутации, но и имеет обратную сторону – улучшение имиджа<sup>72</sup>. Репутационный риск оказывает свое воздействие на всех этапах проведения сделки секьюритизации, начиная от восприятия коммерческого банка глазами будущего ипотечного заемщика, который выбирает банк в первую очередь, основываясь на уровне ставок и сложившемся у него имидже организации. При выпуске ценных бумаг на рынок репутация организатора сделки представляет большое значение для будущих инвесторов и, безусловно, для рейтинговых компаний. Репутационный риск каждого участника и элемента инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации имеет весомое значение как на макроуровне (устойчивость и эффективность национального кредитного рынка), так и на микроуровне (надежность и стабильность отдельно взятого участника). С одной стороны риск накладывает обязательства по несению ответственности за совершаемые действия, с другой – он может повлечь за собой новые возможности.

Таким образом, процесс развития представляет собой комплексное, многогранное, но рисковое явление. Автором определено понятие развитие как положительные и (или) отрицательные изменения в составе функциональности элементов системы. Выявлены риски инфраструктуры ипотечной секьюритизации, которые могут побудить необходимость процедуры её развития, а также риски, для которых развитие является фактором их образования. Данная классификация позволяет оценить степень потребности в развитии инфраструктуры и ее целесообразность. Двойственная сущность развития раскрывается с одной стороны в существовании рисков, вызывающих потребность в развитии, которые вынуждают преобразовываться институты инфраструктуры или саму систему. С другой стороны любое изменение, коим является развитие, всегда находит негативные отклики среди других институтов и связанных систем.

---

<sup>72</sup> Русанов, Ю. Ю. Субъектные подходы как инновационная схема оценки репутационного банковского риска [Электронный ресурс] // Инновации и инвестиции. - № 1. - 2017. – Режим доступа: <http://innovazia.ru/upload/iblock/4b3/%E2%84%961%202017.pdf> (дата обращения: 04.01.2019).

## ГЛАВА 2 АНАЛИЗ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

### 2.1 Российский рынок секьюритизации: особенности становления и развития инфраструктуры рынка

Исторически первые формы секьюритизации на российском рынке можно встретить при исследовании сделок по выпуску обеспеченных расписок начиная с 2000-ых годов. К таким сделкам можно отнести: выпуск обеспеченных расписок в октябре 2000 г. банком «Российский кредит»<sup>73</sup>; выпуск в августе 2002 г. облигаций, обеспеченных пулом потребительских кредитов, банком «Русский Стандарт»<sup>74</sup>. Особенностью этих выпусков являлось частичное применение схем секьюритизации для реализации некоторых преимуществ инструмента, но эти сделки были настолько далеки от «классической» схемы секьюритизации, что с определенной долей условности относятся к парасекьюритизации. Первой общепризнанной сделкой секьюритизации в Российской Федерации является секьюритизация ОАО «Газпром» будущих экспортных поступлений от продажи газа в 2004 году. Таким образом, можно утверждать, что история становления российского рынка секьюритизации берет свое начало в 2004 году. С другой стороны, это событие является лишь шагом в становлении рынка и целесообразно рассматривать эти события как единый этап формирования рынка.

В отличие от мирового опыта формирования рынка секьюритизированных активов, российская история становления имеет свои особенности<sup>75</sup>. Исходя из ретроспективного анализа совершенных сделок, можно условно разделить историю развития рынка секьюритизации в России на четыре этапа, представленные в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Этапы развития рынка секьюритизации в России

Этап	Период	Характерные черты
Становление	2000-2007 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Разнообразие секьюритизируемых активов;</li> <li>• Проведение сделок «парасекьюритизации»;</li> <li>• Использование схемы трансграничной сделки;</li> <li>• Формирование первичной инфраструктуры рынка.</li> </ul>

<sup>73</sup> Гусаков, В., Еропкин Д. Применение секьюритизации при реструктуризации банков. Опыт реструктуризации банка «Российский кредит» / В. Гусаков, Д. Еропкин // РЦБ. – 2001. – № 4. - С.8-10.

<sup>74</sup> Мамай, П. Облигации ООО «Русский Стандарт – Финанс» - российский дебют обеспечения активами / П. Мамай // Рынок ценных бумаг. – М. 2002. – № 17. - С.36-40.

<sup>75</sup> Галанов, В. А, Берзон, Н. И. Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата / Н. И. Берзон и др. / Под общей редакцией Н. И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2019 // ЭБС Юрайт [сайт]. – Режим доступа: <https://www-biblio-online-ru.ezproxy.ranepa.ru:2443/bcode/444713> (дата обращения: 06.06.2019).

Продолжение таблицы 2.1

Этап	Период	Характерные черты
Кризис	2008-2010 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Преобладание сделок внутри страны;</li> <li>• Расширение деятельности АИЖК по поддержанию рынка;</li> <li>• Практически полный отказ от проведения секьюритизации.</li> </ul>
Возрождение	2011-2014 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Преобладание ипотечных активов;</li> <li>• Ориентация на применение балансовой схемы секьюритизации.</li> </ul>
Развитие	2015 г. – по наст. время	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доминирование сделок внутренней секьюритизации;</li> <li>• Появление мультиоригинаторных сделок;</li> <li>• Развитие нормативно-правовой базы секьюритизации неипотечных активов.</li> </ul>

Источник: составлено автором.

Среди специфических особенностей становления отечественного рынка стоит отметить то, что в других странах секьюритизация начиналась именно с ипотечных активов, которые благодаря своим особенностям (долгосрочности, надежности, постоянному денежному потоку) становились эталоном сделок секьюритизации, а остальные рынки развивались следом. В России же первая сделка ипотечной секьюритизации была осуществлена в 2006 году банком «Совфинтрейд», организатором которого являлся ОАО «Газпромбанк». Помимо этого события, данный период охарактеризовался активным наращиванием объемов сделок.

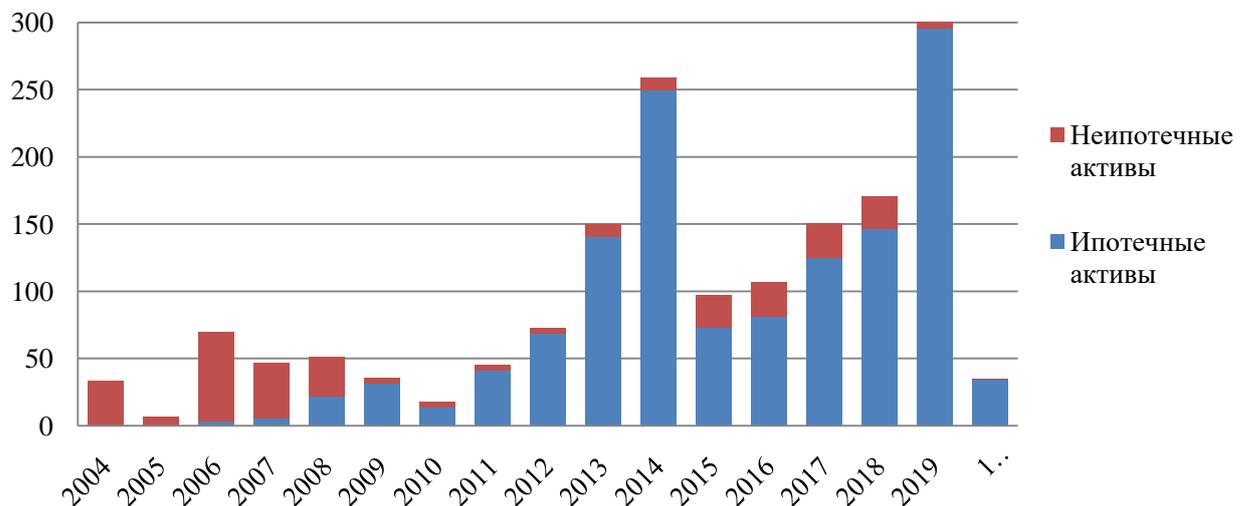


Рисунок 2.1 – Объем новых размещений на российском рынке секьюритизации, в млрд руб.

Источник: составлено автором по данным Cbonds<sup>76</sup> и Русипотека<sup>77</sup>.

<sup>76</sup> Индексы [Электронный ресурс] // Cbonds. – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/indexes/search.php> (дата обращения: 06.09.2020).

Именно в период становления рынка заметно преобладание более чем в два раза неипотечных активов над ипотечными. Но начиная с 2009 года, структура рынка меняется, и на первое место выходят выпуски ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами. Это объясняется одной ключевой проблемой этого периода: отсутствие необходимой нормативно-правовой базы для секьюритизации ипотечных кредитов не позволяло реализовать преимущества использования именно этого вида активов. То есть из-за существующих разночтений нормативной базы был высок риск признания сделки покупки-продажи недвижимости недействительной и кредит автоматически лишался залогового обеспечения. Секьюритизация иных активов не нуждалась в специальном регулировании и, при возрастающем интересе отечественных организаций к инновационному инструменту финансирования, широко применявшемуся в Европе и США, смогла быть проведена. Но по причине преимущественной ориентации на иностранных инвесторов, отсутствию опыта организации и проведения подобного рода сделок все операции носили трансграничный характер, подразумевающий регистрацию SPV в иностранном государстве. Развитие зарождавшихся на рынке секьюритизации отношений сдерживалось рядом проблем:

- отсутствие опыта в проведении подобных сделок;
- разночтения в законодательстве касательно прав на активы, передаваемые в секьюритизируемый пул;
- отсутствие однородного портфеля активов;
- низкое доверие инвесторов внутри страны;
- невысокий уровень развития фондового рынка.

Практически двадцатилетняя история функционирования рынка секьюритизации в России способствовала решению большего числа проблем. Однако после кризиса 2008-го года развитие секьюритизации преимущественно происходило только за счет ипотечных кредитов.

Современные вызовы экономике России в лице кризиса на рынке углеводородного сырья, коронавирусной инфекции, социальных протестов в полной мере отражаются на рынке ипотечного кредитования. С одной стороны – рынок растет благодаря программам государственной поддержки и желанию граждан сохранить свои сбережения от обесценивания, инвестируя их в недвижимость. С другой стороны – спад экономики в будущем может привести к росту просроченной задолженности по выданным ипотечным кредитам по причине увеличения безработицы, снижения реальных доходов населения и падения стоимости заложенного имущества. По прогнозам мировых финансово-кредитных институтов падение ВВП России в 2020 году составит от 6 % по оценкам Всемирного банка до 6,6 % согласно мнению Международного

---

<sup>77</sup> Сделки секьюритизации ипотечных кредитов [Электронный ресурс] // Русипотека - Аналитический Центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: [http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek\\_yuritizaciya\\_ipotechnyh\\_kreditov/](http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/) (дата обращения: 06.09.2020).

валютного фонда и до 8 % по мнению Организации экономического сотрудничества и развития. Рейтинговые агентства сильнее расходятся во мнении (Fitch - 5 %; Moody's – 5,5 %, Bloomberg – 10 %). Отечественные финансовые институты высказывают более оптимистичные прогнозы: падение ВВП по мнению Внешэкономбанка составит 4 %; Министерство экономического развития прогнозирует падение в 3,8 %, а Центральный банк Российской Федерации ориентируется на значения около 5 %.

Включение льготного кредитования в программу поддержки экономики основано на уникальной способности ипотечного кредитования стимулировать сразу несколько сегментов экономики: домохозяйства к увеличению производительности; строительство к расширению деятельности, что ведет к созданию новых рабочих мест, росту производства строительных материалов; кредитные организации к поиску возможностей снижения стоимости кредитных ресурсов. В целях национального проекта «Жилье и городская среда» заложен прогноз по увеличению выдаваемых ипотечных кредитов до 20 трлн руб. к 2024 году. Однако, согласно расчетам Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования<sup>78</sup>, максимальная величина ипотечного портфеля, который могут принять на себя банки с учетом процентного риска составляет 13-14 трлн руб. В названных условиях оставшийся объем может быть выдан при помощи ипотечных облигаций, что как никогда актуализирует вопрос развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

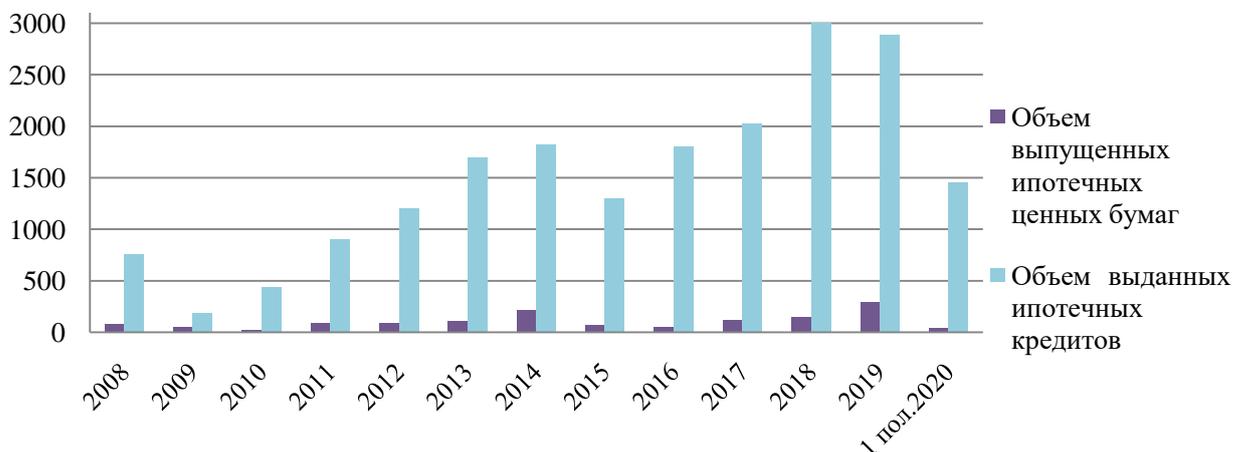


Рисунок 2.2 – Соотношение объема выданных ипотечных кредитов и выпущенных ипотечных ценных бумаг в России, в млрд руб.

Источник: составлено автором по данным Центрального банка Российской Федерации<sup>79</sup>.

<sup>78</sup> О необходимости развития рынка ипотечных облигаций для реализации национального проекта «Жилье и городская среда» [Электронный ресурс] // Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования. – Режим доступа: [http://www.forecast.ru/\\_ARCHIVE/Analytics/AIGK/ICB.pdf](http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/AIGK/ICB.pdf) (дата обращения: 18.04.2020).

<sup>79</sup> Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=ipoteka> (дата обращения: 18.09.2020).

Стоит отметить, что с 2015 и до 2018 года секьюритизировалось не более 5 % выданных ипотечных кредитов, но в 2019 году объем опять достиг значения в 10 %. Так максимальные значения можно увидеть только в 2014 году (12 % от выданных ипотечных кредитов), а также 2008 (11 %) и 2009 (27 %) гг. При этом в кризисные года такие показатели связаны, по мнению автора, исключительно со снижением объемов выдаваемых ипотечных кредитов, а не ростом рынка секьюритизации.

Попытки адаптации опыта зарубежных стран привели к распространению трех основных схем секьюритизации ипотечных активов, выделяемых в мировой практике:

- классическая или внебалансовая (asset-backed) схема. Серьезным преимуществом данного метода является передача пула ипотечных кредитов на баланс SPV и списание его с баланса банка, что позволяет последнему повысить ликвидность баланса и значительно снизить нагрузку на собственный капитал. В то же время, данная схема секьюритизации требует значительных затрат на организацию сделки, таких как: расходы на юридических и налоговых консультантов, аудиторов, на учреждение SPV, расходы на управляющую компанию, агентов по повышению надежности и ликвидности ценных бумаг, на платежного агента, рейтинговые агентства, расходы, связанные с эмиссией бумаг и т.д.;

- балансовая (pfandbrief-stile) схема, как следует из названия, основана на том, что по окончании сделки секьюритизируемые активы остаются на балансе банка, но перемещаются на специальный счет. В мировой практике использование данной схемы, подразумевалось только специализированными ипотечными банками. Это давало дополнительные преимущества, так как при этом обеспечивалась высокая защита прав инвесторов. Однако, в силу такой особенности, как универсализация российского банковского сектора, эти преимущества отсутствуют, но балансовые сделки успешно проводятся;

- синтетическая секьюритизация. При синтетической секьюритизации сделка может быть осуществлена как с использованием SPV, так и без. При этом секьюритизируемые активы не продаются, а остаются на балансе банка, но риски пула активов передаются инвесторам. Однако главной целью такой схемы является не привлечение дешевых финансовых ресурсов, а хеджирование кредитного риска. Безусловным преимуществом такой схемы является отсутствие издержек по передаче кредитного риска специальному юридическому лицу. Российский рынок синтетической секьюритизации, в основном, представлен кредитными нотами, встроенными в выпуски евробондов. Фактически рынок представлен шестью крупными компаниями,

еврооблигации которых обращаются на западном рынке: Банк ВТБ, Газпром, Лукойл, Сбербанк, Северсталь и Транснефть<sup>80</sup>.

Отечественный рынок секьюритизации ипотечных активов преимущественно состоит из сделок, основанных на первой (внебалансовой) схеме секьюритизации. Как видно на рисунке 2.3, начиная с 2019 года балансовые выпуски не проводились вовсе.

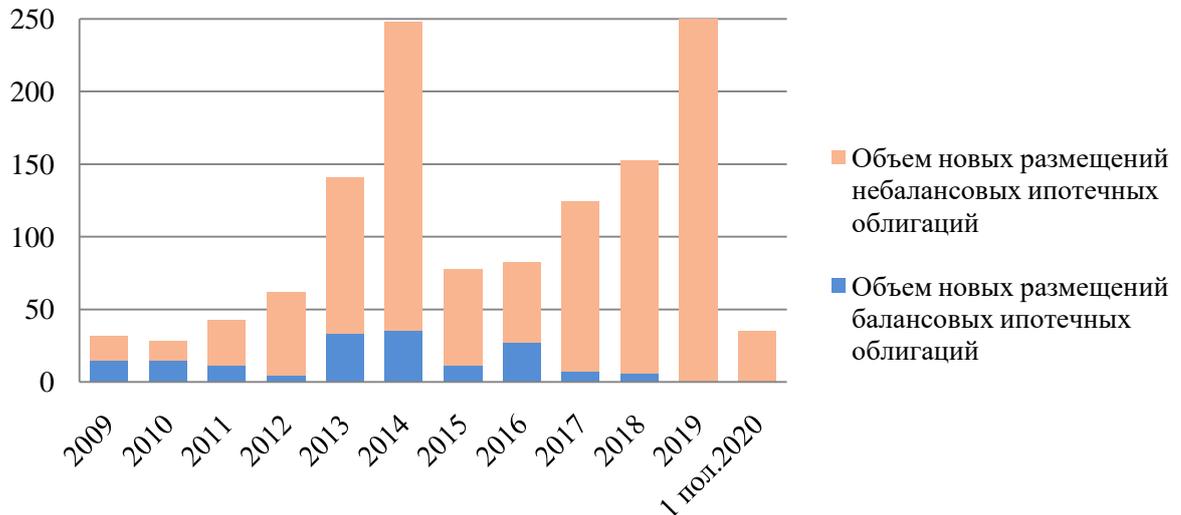


Рисунок 2.3 – Соотношение объемов балансовой и внебалансовой ипотечной секьюритизации в Российской Федерации, в млрд руб.

*Источник:* составлено автором по данным Cbonds<sup>81</sup>.

Во многом причиной тому стало российское законодательство, направленное скорее на реализацию американской схемы секьюритизации. В этом случае эмитент устанавливает последовательность исполнения обязательств в рамках нескольких траншей одного выпуска облигаций с ипотечным покрытием, в результате чего исполнение обязательств по каждому траншу допускается только после полного исполнения обязательств по облигациям предыдущего транша.

Анализ теоретических элементов инфраструктуры позволил определить общую внутреннюю структуру рынка ипотечной секьюритизации в целом, содержание которой подчёркивает ее системность. На основе сформированного понятия инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в п. 1.2 российский рынок ипотечной секьюритизации представлен на рисунке 2.4.

<sup>80</sup> Мезенцев, В. В. Оценка стоимости кредитного дефолтного свопа корпоративных контрагентов: автореф. дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Мезенцев Вячеслав Викторович. – Москва, 2012. – С.13.

<sup>81</sup> Индексы [Электронный ресурс] // Cbonds. – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/indexes/search.php> (дата обращения: 06.09.2020)

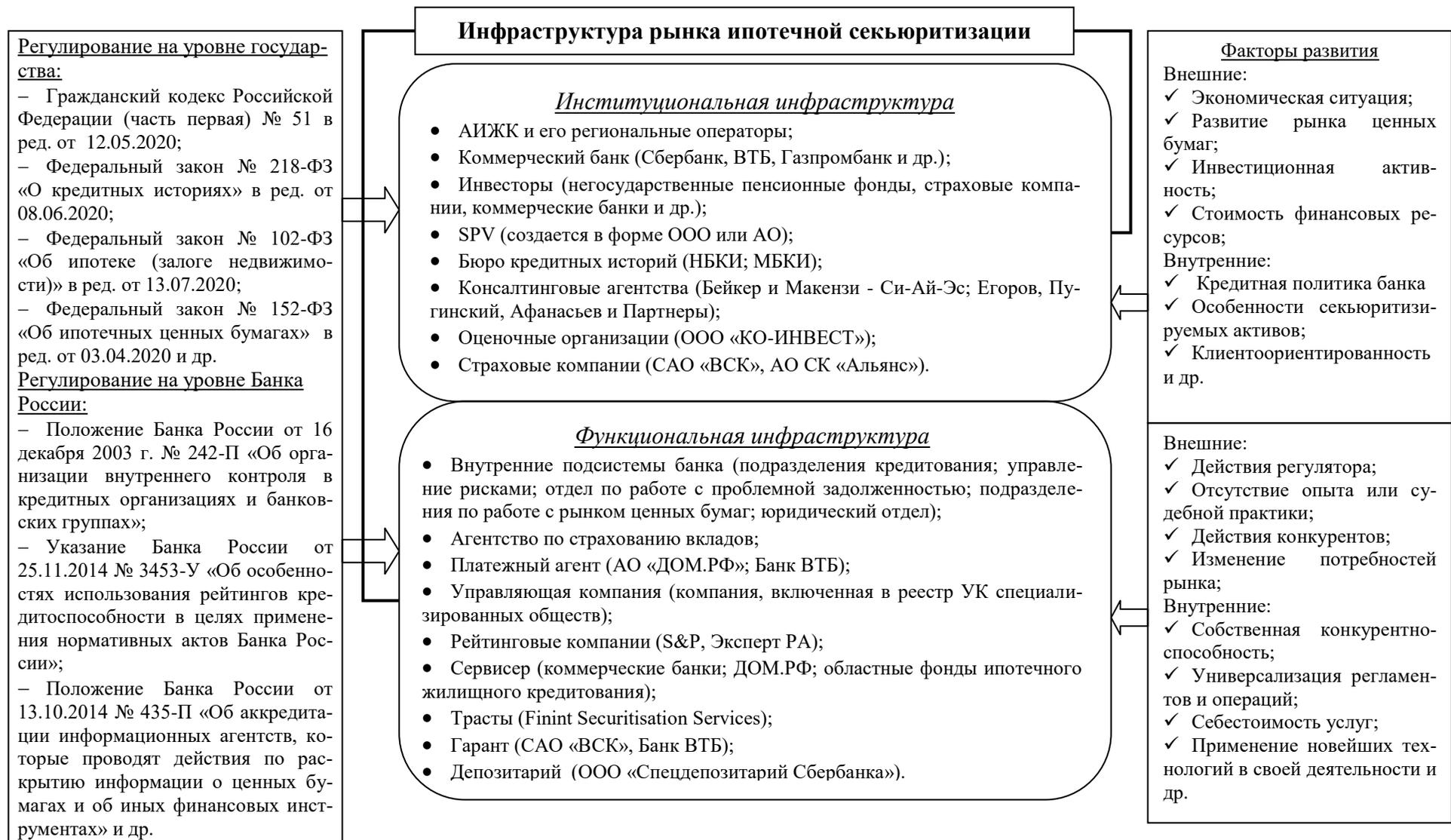


Рисунок 2.4 – Инфраструктура российского рынка ипотечной секьюритизации

Источник: разработано автором.

Представленная инфраструктура российского рынка ипотечной секьюритизации основана на выделении *институтов и основных функциональных блоков* инфраструктуры. Отличительной чертой российской инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации является включение в институциональный состав Агентства ипотечного жилищного кредитования (далее – АИЖК), которое в настоящее время зарегистрировано под аббревиатурой ДОМ.РФ. Потребность в определении особенности статуса продиктовано специфической ролью АИЖК в становлении и существовании процедуры секьюритизации в России. Необходимость адаптации американского опыта развития ипотечного рынка была продиктована несколькими условиями. Во-первых, переход от командной экономики к рыночной требовал определенного периода времени, но самостоятельное становление рынка ипотеки могло занять десятилетия. Во-вторых, низкий уровень доверия к банковской системе со стороны населения не позволил бы использовать «немецкую» модель ипотечного кредитования, когда недвижимость передается в собственность заемщику только после полной оплаты кредита. В-третьих, существенное значение имеет стоимость фондирования банков, которая до санкционного давления 2014 года была приемлемой за счет кредитования на европейском рынке капиталов, ставшим практически недоступным сейчас.

Прототипом создания АИЖК являются американские ипотечные агентства: Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Ginny Mae), Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae) и Федеральная корпорация ипотечного кредитования (Freddie Mac)<sup>82</sup>. Через государственное агентство Ginny Mae Правительство США осуществляет несколько программ льготного ипотечного кредитования (военная ипотека, ипотека для людей с низким доходом и т.д.), страхует предметы ипотечного залога, а также гарантирует погашение выпущенных ипотечных ценных бумаг (далее – ИПЦ) и выплату процентов по ним. В свою очередь, два других агентства до кризиса 2008 года являлись частными компаниями, хотя и получающими поддержку от правительства, а в настоящее время выкуплены правительством США. Целью их деятельности является разработка стандартов для выдачи ипотечных кредитов и отбор частных компаний ипотечного страхования. Жилищные кредиты, соответствующие их стандартам, выкупаются у частных компаний и под залог этих закладных выпускаются ипотечные ценные бумаги<sup>83</sup>. АИЖК является синтетической формой этих трех американских агентств,

---

<sup>82</sup> Лупырь, А. А. Секьюритизация ипотечных активов: механизм, инструменты, подходы к управлению рисками: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лупырь Алексей Александрович. – Санкт-Петербург, 2014. – 169 с.

<sup>83</sup> Дементьев, Н. П. Жилищная ипотека в современной России [Электронный ресурс] // Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки. – 2015. – т. 15. – Вып. 1. – Режим доступа: [https://nsu.ru/rs/mw/link/Media:/37824/2015\\_1\\_07.pdf](https://nsu.ru/rs/mw/link/Media:/37824/2015_1_07.pdf) (дата обращения: 21.10.2015);

являясь проводником государственной политики в области ипотечного кредитования и внедряя разработанные стандарты выдачи ипотеки<sup>84</sup>.

АИЖК сыграло важную роль в области стандартизации и унификации ипотечных кредитов и требований к заемщикам. Это актуально именно в условиях распространения обновленных требований Базель III в части Простой Прозрачной Секьюритизации (так называемой ППС-секьюритизации — simple, transparent and comparable securitisations, STC), которые будут рассмотрены более подробно в параграфе 2.2. По нашему мнению, важно, чтобы зарубежный опыт использовался исключительно через призму отечественных реалий. Следовательно, разработанные рекомендации Базель III могут носить лишь характер базиса для разработки внутри-страновых стандартов.

Возвращаясь к современной инфраструктуре рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации, следующим ключевым субъектом является специально созданное юридическое лицо. Как правило, SPV в России регистрируется в форме Общества с ограниченной ответственностью или Акционерного общества. Эти организационно-правовые формы позволяют юридически обособить пул ипотечных активов и предоставляют возможность проведения всех необходимых операций в процессе сделки. Но практически полным аналогом американского SPV является форма ипотечного агента. Согласно ст. 8 Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» ипотечный агент является акционерным обществом, деятельность которого ограничена только приобретением требований по кредитным займам, обеспеченным ипотекой, и (или) залладными, а также осуществлением эмиссии облигаций с ипотечным покрытием. Особенность такого акционерного общества заключается в следующем<sup>85</sup>:

- агент не имеет права нанимать сотрудников;
- ликвидация агента происходит после того, как все его обязательства по облигациям, обеспеченным активами будут выполнены;
- организация его деятельности (ведение бухгалтерского учета, юридическое сопровождение и т.д.) полностью передается сторонним специализируемым организациям;
- агент не имеет права заниматься любой другой предпринимательской деятельностью.

Задача особой организационной формы состоит в том, чтобы отделить пул ипотечных кредитов от активов банка-оригинатора, снизить налоговую нагрузку, обезопасить всех участ-

---

<sup>84</sup> Потомова, С. А. Перспективы секьюритизации как источника фондирования ипотечных кредитов в современных условиях / С. А. Потомова // Россия: тенденции и перспективы развития. Ежегодник. Вып. 14 – РАН. ИНИОН. Отд. науч. сотрудничества. – М., 2019. – Ч. 1. С. 374-377.

<sup>85</sup> Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (ред. 02.08.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 01.09.2019).

ников сделки от риска ликвидации или банкротства SPV. Если говорить о снижении налоговой нагрузки, то стоит выделить самый частый способ решения такой задачи – это регистрация SPV в оффшорных зонах или юрисдикциях с низким уровнем налогового бремени. Законодательно предпринимаются попытки решить проблему экономического двойного налогообложения, приравняв налоговый статус SPV в сделках секьюритизации к статусу ипотечного агента, т.е. все его доходы от уставной деятельности не будут облагаться налогом на прибыль. Эффект от этой меры подтверждается снижением доли иностранных SPV с 90 % в 2012 г. до 20 % в 2020 г. Также на практике именно риск ликвидации или банкротства специально созданного юридического лица все еще остается высоким из-за непроработанности законодательной базы. От этого риска больше всего могут пострадать инвесторы, которые потеряют доход по купонам и могут потерять вложения за счет снижения стоимости самих ценных бумаг.

Основными инвесторами в ипотечные ценные бумаги в Российской Федерации являются страховые компании, паевые инвестиционные фонды, НПФ или их управляющие компании, коммерческие банки, крупные юридические лица и частные инвесторы. Как правило, на рынке в свободном обращении находится небольшая часть выпущенных ИЦБ, а большая часть еще на стадии планирования сделки имеет своего покупателя. Можно сказать, что это один из индикаторов недостаточной развитости российского рынка секьюритизации и отсутствия рыночных механизмов конкуренции<sup>86</sup>. При рассмотрении современной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, отчетливо видно дублирование функций (Таблица 2.2) некоторыми элементами инфраструктуры и ключевыми субъектами.

Таблица 2.2 – Сопоставление дублируемых функций между элементами рынка и его инфраструктурой

Элемент инфраструктуры	Дублируемые функции	Ключевой субъект рынка
Платежный/ расчетный агент	1) Оценка активов, выступающих в качестве обеспечения; 2) осуществление досрочного погашения выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечным покрытием; 3) сбор периодических платежей от заемщиков.	
Гарант Трасти	1) Передача собранных средств лицу, собственнику прав требований по ипотечным кредитам или его представителю; 2) поддержание обеспечительных счетов для налоговых и страховых выплат; 3) сбор просроченных платежей; 4) принятие мер, направленных на снижение потерь, при необходимости - инициация и проведение процедуры обращения взыскания на заложенное имущество.	Банк-оригинатор

<sup>86</sup> Михайлов, С. Жилищный вопрос. Почему ипотечные облигации не востребованы у частных инвесторов [Электронный ресурс] // Forbes. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/357805-bespoleznye-metry-rochemu-v-rossii-ne-vostrebovany-ipotechnye-obligacii> (дата обращения: 19.03.2019)

## Продолжение таблицы 2.2

Элемент инфраструктуры	Дублирующиеся функции	Ключевой субъект рынка
-	1) Разработка и внедрение единых стандартов оценки заемщика и выдачи ипотечных кредитов; 2) Мониторинг рынка ипотечного кредитования.	АИЖК
		Банк России
Спецдепозитарий	1) Составление отчета об ипотечном покрытии.	-
Платежный агент		

*Источник:* разработано автором.

Выявленная проблема дублирования функций, по мнению автора, наносит ущерб всем участникам рынка. Во-первых, стремление некоторых элементов и субъектов совместить множество функций в себе повышает риски для всей процедуры в целом, так как концентрирует ресурсы в одном месте. Во-вторых, специализация на конкретной функции позволяет обеспечить более качественное выполнение этих функций. В-третьих, это приводит к необходимости учета различных тенденций на рынке, усложняя и без того непростую процедуру.

По мнению автора, у ипотечного сектора российской экономики имеется огромный потенциал развития института секьюритизации, но в связи с действующими стандартами, структурой рынка и сильным влиянием различных факторов, рынок находится в состоянии стагнации или, другими словами, в ожидании функциональных и институциональных преобразований. В целом, объем задолженности по ипотечным кредитам по отношению к ВВП России составляет всего около 8 %, тогда как в странах ОЭСР он достигает 40–60 %. Для того, чтобы рынок ипотечного кредитования формировался на принципах конкуренции, инновационности и стабильности необходимо формирование развитой и полноценной инфраструктуры. С позиции возможного воздействия факторов, которые оказывают влияние на развитие ипотечного рынка в России, логично разделить их исходя из направления влияния на стимулирующие и замедляющие развитие (Таблица 2.3).

Таблица 2.3 – Факторы, влияющие на развитие современного рынка секьюритизации в России с позиции направления влияния

Замедляющие	Стимулирующие
Экономическая рецессия	Виды преобладающих кредитных продуктов
Недостаточный объем первичного рынка ценных бумаг	Интерес инвесторов к структурным выпускам
Деятельность Центрального Банка страны по регулированию ликвидности	Рост прямого кредитования банков Центральным банком Российской Федерации

## Продолжение таблицы 2.3

Замедляющие	Стимулирующие
Высокая стоимость проведения секьюритизации	Высокая стоимость финансовых ресурсов
Отсутствие судебной практики в отношении сделок секьюритизации	Появление специального законодательства о секьюритизации

Источник: разработано автором и опубликовано<sup>87</sup>.

Кризисные явления, накапливающиеся в экономике, привели к формированию тенденции снижения реальных доходов населения, продолжающиеся шестой год (максимальное годовое снижение за последние 8 лет зарегистрировано в августе 2016 года - 8,3 %, а во втором квартале 2020 года достигло отметки в 8 % в квартальном выражении). Произошедшее рекордное снижение доходов в совокупности с ростом безработицы (6,2 % по данным на июнь 2020 г.) лишь подтверждает опасения рынка относительно последствий пандемии коронавируса. В результате это будет способствовать постепенному увеличению роста просроченной задолженности, дефолтов и ухудшению качества ипотечного портфеля банков. При этом основой надежности ипотечных активов общепризнано является сохранение и в перспективе рост стоимости заложенной недвижимости.



Рисунок 2.5 – Индекс стоимости жилья, в % к предыдущему году

Источник: Росстат. Индексы цен на рынке жилья [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gks.ru/dbscripts/cbsd/DBInet.cgi> (дата обращения: 06.09.2020).

<sup>87</sup> Потомова, С. А. Факторы, оказывающие влияние на развитие рынка секьюритизации в России / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2017. – №11 (731). – С. 610-619.

Стоимость заложенного при ипотечном кредитовании имущества, по сути, является основным фактором надежности самих кредитов, так и выпущенных на их основе деривативов. Представленная на рисунке 2.5 тенденция подтверждает опасения относительно снижения стоимости заложенного имущества, которая может продолжиться. По мнению автора, смена тенденции к росту стоимости жилья в 2016 году обусловлена действием государственных программ по поддержке ипотечного кредитования, которые увеличивают спрос на рынке недвижимости. Очевидно, что введение такой меры поддержки экономики в условиях пандемии как льготное ипотечное кредитование покупки жилья на первичном рынке<sup>88</sup> привело к уникальной ситуации разнонаправленности векторов стоимости жилья. В результате рост ипотечного кредитования новостроек вырос на 20 %, а вслед за этим и цены на такое жилье выросли на существенные 8 %, в то же время рост цен на вторичное жилье либо остановился, а в отдельных регионах вовсе перешел в отрицательные значения. Соответственно, при прекращении действия этих программ или других причин снижения спроса на ипотеку, стоимость жилья с ощутимой вероятностью перестанет расти подобными темпами или вовсе снизится.

Необходимость привлечения внимания банков-оригинаторов к проблемам анализа цены заложенного имущества обуславливается текущей банковской практикой. Она заключается в установлении единой стоимости объекта залога на весь срок кредитования, хотя и принимается с изначальным дисконтом не менее 20 % от оценочной стоимости. Причина дисконта кроется в нормах федерального закона № 102 ФЗ «Об ипотеке» п. 2 ст. 54, где закреплено, что суд определяет начальную продажную цену при судебном порядке обращения взыскания в размере 80 % от рыночной стоимости, которая установлена в отчете об оценке. Закладывая в основу сделки надежность в виде обеспечения недвижимостью, банками не учитывается множество факторов, влияющих на её стоимость, особенно в долгосрочной перспективе. Это обуславливает актуальность дальнейших разработок стандартов мониторинга стоимости заложенного имущества в данном диссертационном исследовании.

Вместе с этим для российского рынка характерно преобладание классических кредитных продуктов. Они подразумевают аннуитетный платеж на протяжении всего срока существования кредита, первоочередность выплаты процентов по кредиту в структуре ежемесячного платежа, не имеют первоначального дисконта процентной ставки, которая фиксирована на всем протяжении действия кредитного договора. Такие кредитные продукты наиболее выгодны с точки зрения кредитора. Во-первых, отсутствует какой-либо первоначальный дисконт (процентной ставки или первоначального взноса). Во-вторых, кредит быстрее амортизируется за счет боль-

---

<sup>88</sup> Постановление Правительства РФ от 23 апреля 2020 г. № 566 «Об утверждении Правил возмещения кредитным и иным организациям недополученных доходов по жилищным (ипотечным) кредитам (займам), выданным гражданам Российской Федерации в 2020 году» [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 06.09.2020)

шей доли процентных выплат в платеже, то есть заемщик в первую очередь выплачивает кредитору проценты за пользование кредитом и только спустя половину срока кредитного договора начинает скорее гасить основной долг. Зачастую это является причиной отказа от желания рефинансировать кредит под более низкую ставку в другом банке, так как сумма основного долга заемщика практически не снижается на протяжении нескольких лет выплат кредита и становится экономически невыгодно переоформлять ипотечный кредит в другом банке даже под сниженную ставку. Именно с такой ситуацией столкнулось множество заемщиков в нашей стране в 2018-2019 годах, когда ставки по ипотечным кредитам значительно снизились, но из-за необходимости вновь проводить оценку залога, уплату комиссий и т.д. при рефинансировании кредита в другом банке многие заемщики отказались от этой возможности. Таким образом, применение классических схем кредитования банками гарантирует некоторый запас прочности банковского сектора в условиях экономической рецессии.

Еще одним замедляющим фактором является низкая степень развития и объема рынка ценных бумаг. Сопоставление объемов капитализации фондовых бирж разных стран позволяет определить разницу в развитии этого сегмента экономики. Для определения уровня Российской Федерации рассмотрим объемы капитализации фондовых бирж стран-лидеров. В совокупности 10 крупнейших бирж мира формируют около 77 % от капитализации всего мирового фондового рынка или 65,6 трлн долл.<sup>89</sup> При этом Московская биржа к концу 2019 г. занимает 22 место из 81 крупнейших бирж мира с капитализацией около 732 млрд долл.

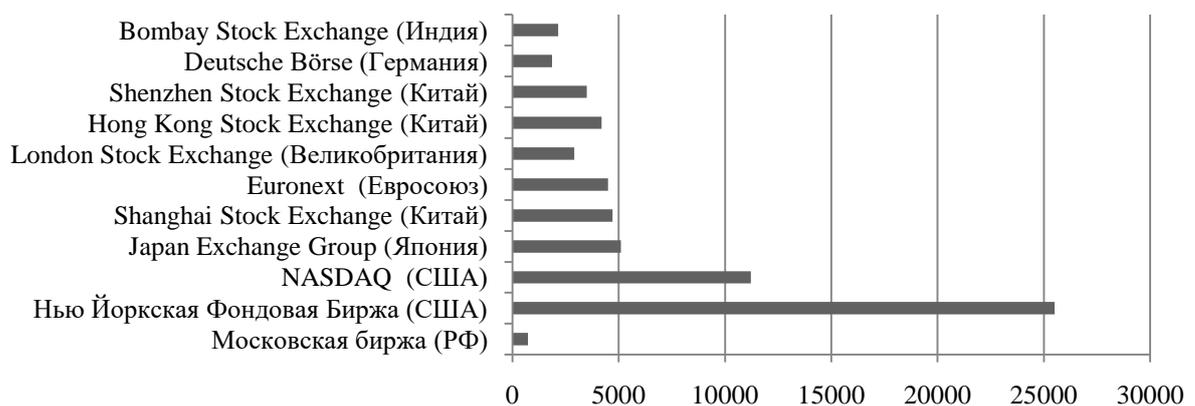


Рисунок 2.6 – Объемы капитализации фондовых бирж, по состоянию на 2020 г. в млрд долл.

*Источник:* Топ-10 крупнейших фондовых бирж по капитализации [Электронный ресурс] // Digital-media - информационно-аналитический портал — Режим доступа: <https://investfuture.ru/news/id/top-10-krupneyshih-fondovyh-birj-po-kapitalizacii> (дата обращения: 06.09.2020).

<sup>89</sup> ТОП-10 мировых бирж [Электронный ресурс] // «БКС-Экспресс» - информационно-аналитический портал — Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/top-10-mirovykh-birzh> (дата обращения: 22.12.2018)

Необходимость привлечения мелких частных инвесторов на финансовый рынок проявилась достаточно давно. Такая категория инвесторов позволит сделать рынок более устойчивым к внешним воздействиям и увеличит капитализацию рынка. Это возможно при использовании нескольких каналов: информационное обеспечение (доступность и структурированность информации об инструментах инвестирования); финансовое посредничество (приемлемые условия оказания услуг посреднического характера для неквалифицированных инвесторов); разнообразие инвестиционных продуктов (с разным минимальным порогом инвестирования и соотношением риска и доходности); защита прав частных инвесторов (отлаженный алгоритм и доступная структура органов по защите прав на финансовом рынке). По мнению автора, указанные меры действительно могут способствовать расширению рынка, но остается под сомнением утверждение об устойчивости рынка при увеличении на нем неквалифицированных инвесторов. При этом по-прежнему предложение качественных инвестиционных инструментов на отечественном рынке ценных бумаг серьезно ограничено несколькими крупными эмитентами (Рисунок 2.7).

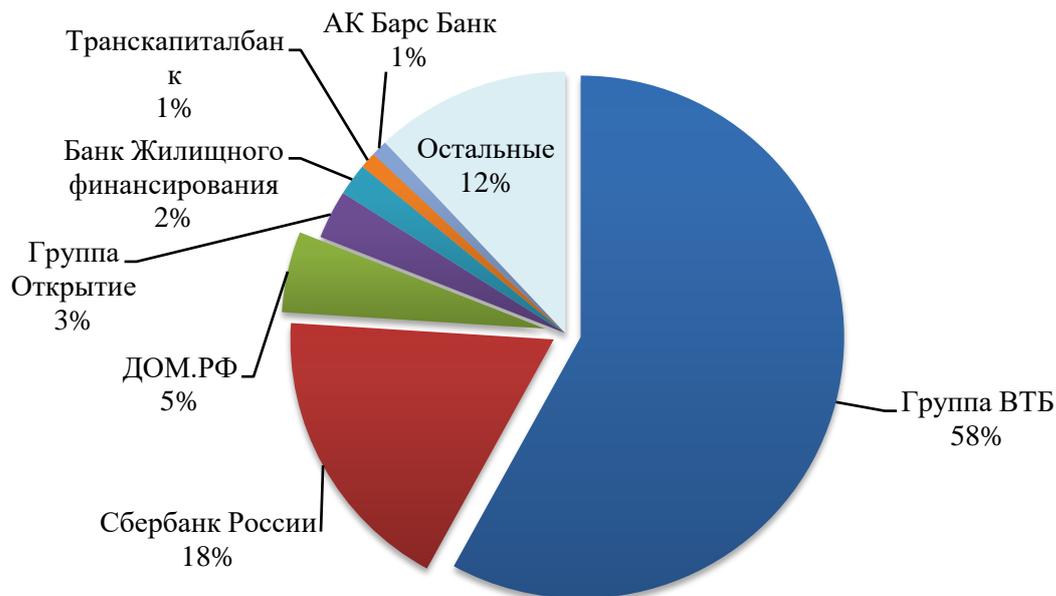


Рисунок 2.7 – Крупнейшие оригинаторы по объему секьюритизированных активов по итогам 2019 года

*Источник:* Энциклопедия российской секьюритизации 2020. Санкт-Петербург. – 2020. - С.171.

По этой причине любой проводимый выпуск ценных бумаг на таком рынке неизбежно привлекает внимание всех инвесторов. Это приводит к тому, что инвесторы не могут позволить

пропустить ни один выпуск таких ценных бумаг с высокой надежностью, но с приемлемой доходностью.

Еще одним фактором является деятельность Центрального банка страны по абсорбированию и поддержанию ликвидности. Наблюдаемый рост прямого кредитования банков под обеспечение поручительств и активов со стороны ЦБ приводит к снижению потребности банков в поиске иных средств фондирования. Банк России, как и центральные банки других развивающихся стран, в период мирового финансового кризиса применял меры по косвенному кредитному смягчению, используя собственные инструменты предоставления ликвидности. В настоящее время Банк России продолжает в значительной степени полагаться на данные инструменты. Он активно ссужает денежные средства коммерческим банкам в виде кредитов под рыночные активы и поручительства, в том числе на длительные сроки.

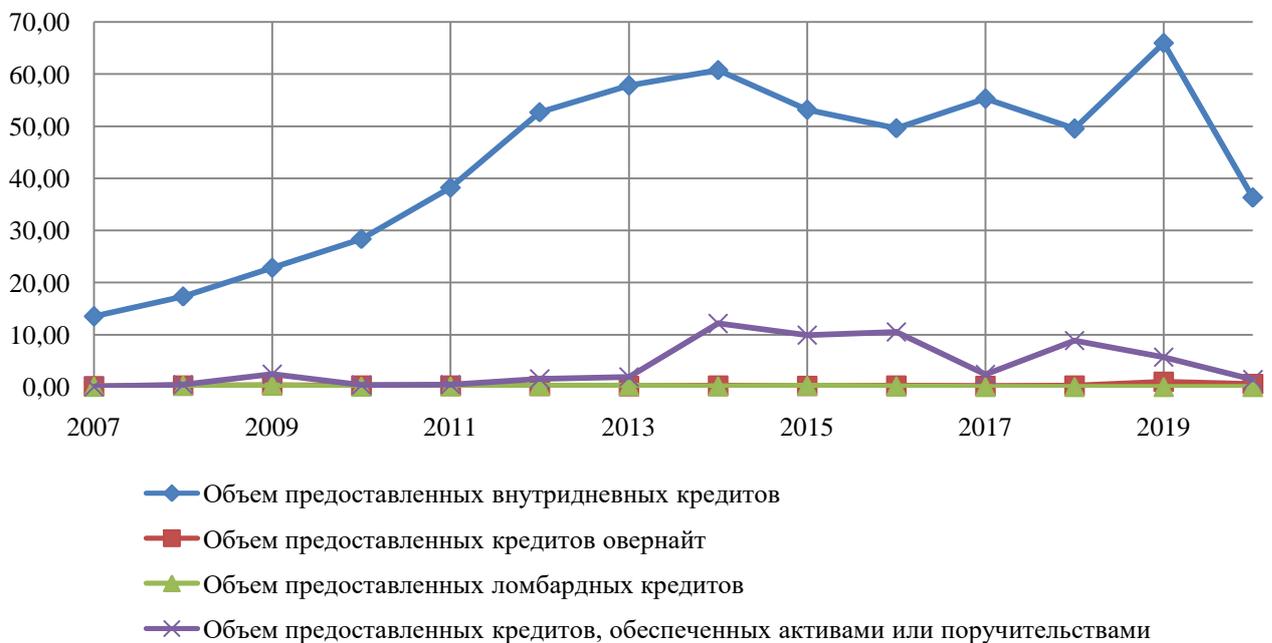


Рисунок 2.8 – Объемы операций кредитования Банка России, в трлн руб.

Источник: составлено автором по данным <sup>90</sup>

Вместе с этим, Центральный банк Российской Федерации проводит политику расширения ломбардного списка в сторону ценных бумаг, обеспеченных активами, что создает предпосылки к росту популярности данных ценных бумаг. Ранее Центральный Банк с осторожностью относился к подобным ценным бумагам, тому виной кризис 2008 года, но в настоящее время российское законодательство в области секьюритизации имеет жесткие требования ко всем

<sup>90</sup> Ликвидность банковского сектора, инструменты денежно-кредитной политики и другие операции Банка России [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/?PrId=idkp\\_br](https://www.cbr.ru/statistics/?PrId=idkp_br) (дата обращения: 16.09.2020);

участникам сделки секьюритизации, обеспечению и иных элементов, что приводит к высокой надежности выпускаемых ценных бумаг, по мнению Банка России.

Жёсткое законодательное регулирование имеет и негативные последствия, такие как дороговизна всей сделки секьюритизации. Для проведения сделки требуется задействовать множество субъектов как отечественного, так и зарубежного финансового рынка. Высокая квалификация персонала и международное признание отдельных элементов инфраструктуры (рейтинговые агентства, страховые компании) обходятся оригинаторам недешево, но необходимы для повышения кредитного рейтинга выпускаемых ценных бумаг. В структуре расходов также существенны дополнительные издержки, связанные с привлечением обслуживающих институтов (ипотечные, расчетные и платежные агенты, депозитарии, аудиторские и бухгалтерские компании и т.д.). Общий объем всех дополнительных расходов в общей сумме может превысить доход, полученный от сделки, и даже привести к отрицательному экономическому эффекту. По этой причине, по расчетам АИЖК, мелким и средним банкам с объемом кредитного пула менее 300 млн руб. следует рассмотреть вариант объединения сформированных пулов и проведения мультиоригинаторной сделки, которая подробно будет описана в параграфе 2.2.

Одновременно с этим на рынке финансовых ресурсов в нашей стране сложилась ситуация высокой стоимости финансовых ресурсов. По мнению Центрального банка Российской Федерации, причиной дорогих денег в стране является высокая инфляция. Но, по мнению автора, причина не так однозначна и можно предположить, что ситуация противоположна: высокая стоимость ресурсов поддерживает рост инфляции. Физические и юридические лица, имеющие временно свободные денежные средства, хотят разместить их по ставке не ниже инфляции, иначе они просто обесценятся, следовательно, финансовым посредникам приходится создавать необходимые условия для привлечения этих средств. Данная проблема стоит перед экономикой Российской Федерации довольно давно, но до 2014 года крупным финансовым компаниям удавалось нивелировать ее при помощи обращения на зарубежные финансовые рынки за более дешевыми финансовыми ресурсами. После введения санкций западными государствами в отношении России, финансовые корпорации лишились доступа к иностранным финансовым ресурсам, что привело к серьезному ухудшению их финансовой устойчивости. В целях поддержания устойчивости финансовой системы страны, государством было принято решение о докапитализации банков через облигации федерального займа на сумму 804 млрд руб. В программе могли участвовать только системообразующие банки с капиталом не менее 25 млрд руб. и с долей кредитов физическим лицам не более 50 % от активов (без учета ипотеки), а также банки, подпавшие под санкции Запада. Данная мера до сих пор вызывает неоднозначную реакцию экономического сообщества. Возникает справедливый вопрос – почему в поддержке нуждаются крупнейшие финансовые институты, в то время как малые и средние банки стабильно функ-

ционируют в новых условиях. Иными словами, такие действия противоречат рыночному механизму деятельности банковского сектора. Другие долгосрочные и относительно недорогие источники финансирования в Российской Федерации практически отсутствуют. Эта проблема особенно актуальна для увеличения объемов ипотечного кредитования. В сложившейся ситуации именно секьюритизация дает возможность банкам привлечь долгосрочные финансовые ресурсы.

Завершает список факторов, оказывающих влияние на развитие современного рынка секьюритизации ипотечных активов, специальное законодательство о секьюритизации, причем, как видно из таблицы 2.3, данный фактор является и стимулирующим, и замедляющим для отечественного рынка. Так, 1 июля 2014 г. в Российской Федерации вступили в силу сразу несколько федеральных законов, вносящих важнейшие поправки в действующее законодательство, связанное с финансовым рынком. Первый из них еще на этапе разработки был озаглавлен как законопроект о секьюритизации. Но, так как данный закон не ограничивается только сделками секьюритизации, появление совершенно новых для российского законодательства правовых инструментов дает основательный толчок развитию и иных финансовых инструментов, в том числе применяемых при реализации сделок в области проектного финансирования.

Одновременно замедляющим фактором является отсутствие судебной практики в отношении сделок секьюритизации. Это приводит к недоверию как originаторов, так и инвесторов к новой законодательной базе и отсутствию данных об эффективности процедуры секьюритизации с точки зрения снижения кредитного риска originатора, связанного с переданными в обеспечение активами, в свете требований к достаточности капитала и необходимости соответствия другим нормативам.

Таким образом, снижение воздействия выявленных замедляющих факторов и усиление стимулирующих станет катализатором к развитию секьюритизации в нашей стране. Важно отметить, что перечень рассмотренных факторов не является исчерпывающим и может быть дополнен в зависимости от выбранного критерия значимости. Перечисленные факторы являются взаимозависимыми и в условиях изменения направленности влияния приводят к смене направленности воздействия других факторов. Так, к примеру, экономическая рецессия, закончившаяся экономическим ростом, приведет к тому, что консерватизм банковской системы и преобладание на рынке классических банковских услуг окажет замедляющее воздействие на отечественный рынок секьюритизации. Изучение факторов, воздействующих на рынок секьюритизации и его инфраструктуру с позиции направления их влияния, позволило определить проблемы рынка и направления его совершенствования в современной России<sup>91</sup>.

---

<sup>91</sup> Потомова, С. А. Факторы, оказывающие влияние на развитие рынка секьюритизации в России / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2017. – №11 (731). – С.610-619.

В результате анализа развития рынка секьюритизации ипотечных активов в России были выявлены особенности его становления, факторы, оказывающие влияние на современное развитие, а также отмечен значительный потенциал к дальнейшему росту и совершенствованию. Субъектный состав инфраструктуры рынка постепенно наполняется в соответствии с требованиями участников, но скорость трансформации все еще недостаточна. Среди важнейших проблем, требующих скорейшего решения, следует выделить присутствие неоднозначности оценки предмета залога и отсутствие последующего мониторинга стоимости заложенного имущества. В результате анализа развития рынка секьюритизации в России были обозначены такие существующие и нуждающиеся в решении проблемы функционирования инфраструктуры рынка как:

- неоднозначность оценки предмета залога и отсутствие последующего мониторинга стоимости заложенного имущества. Именно залог является источником высокой надежности ипотечного кредитования, а также обуславливает специфические особенности данного вида кредитования. Неоднозначность учета изменений стоимости залога порождает проблемы функционирования существующего рынка ипотечной секьюритизации и отсутствие необходимых функций по оценке изменений стоимости залога инфраструктурными элементами;
- дублирование функций и полномочий элементов инфраструктуры, связанное с особенностями становления отечественного рынка секьюритизации в России. Постоянная ориентация на использование зарубежных стандартов и элементов инфраструктуры привели к проблеме стагнации рынка в условиях закрытия доступа к зарубежным элементам сделки. Необходимость быстрой переориентации на внутренние элементы инфраструктуры привели к желанию институтов инфраструктуры стать многофункциональнее и выполнять максимальное количество разнообразных услуг. Это повлекло за собой усложнение сделок, путаницу и разрастание неэффективных направлений деятельности инфраструктуры.

## **2.2 Тенденции развития институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации**

Институциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации имеет своей основной целью обеспечение благоприятных условий проведения процедуры секьюритизации. Она представляет собой комплекс организаций, между которыми возникают отношения по поводу кредитования, инвестиций и передачи рисков. Инструментами институциональной инфра-

структуры являются нормативно-правовое регулирование, правила и нормы функционирования, задаваемые институтами, а также управляющая подсистема. Именно институтам отводится важная роль в обеспечении конкурентоспособности рынка. Институциональная инфраструктура как самостоятельная иерархичная система объединяет в себе множество взаимосвязанных элементов и условно может быть представлена на рисунке 2.9.

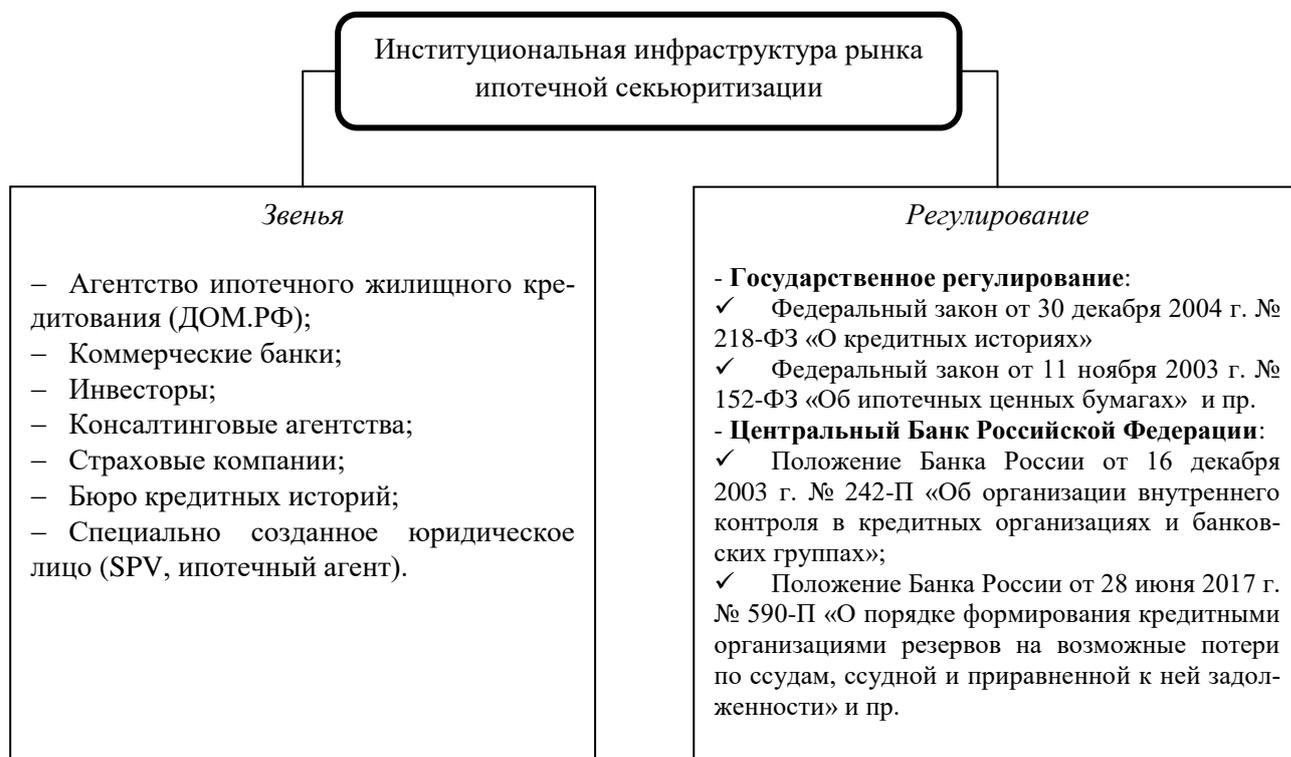


Рисунок 2.9 – Институциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации

*Источник:* разработано автором.

Формирование институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации происходит под влиянием выбранной модели развития ипотечного кредитования. Ориентация на американскую систему ипотечного кредитования проявилась главным образом в создании государственного ипотечного агентства для развития вторичного рынка ипотечных кредитов – Агентства ипотечного жилищного кредитования (ДОМ.РФ). Следует отметить, что операции по развитию данной инфраструктуры в ретроспективе носили эпизодический характер. Так, можно выделить основные мероприятия по развитию институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в России, представленные в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Мероприятия по развитию институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации

Звено инфраструктуры	Период	Мероприятия	Итог
Агентство ипотечного жилищного кредитования (ДОМ.РФ)	1997 г.	Создание государственного ипотечного агентства.	Слабая связь работы Агентства с потребностями рынка и целями его создания.
Агентство ипотечного жилищного кредитования (ДОМ.РФ)	с 2015 г.	Расширение функционала и роли в инфраструктуре.	Появление мультиоригинаторной площадки для секьюритизации ипотечных активов, увеличение объемов рефинансирования ипотечных кредитов, разработка адекватной модели развития рынка.
Коммерческие банки	2003 - 2008 гг.	Принятие закона № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».	Вызвало бурное развитие секьюритизации и переориентацию рынка на ипотечные активы.
	2013 г.	Принятие закона № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ», т.н. «закон о секьюритизации».	Скорее закрепило и разъяснило необходимые рынку принципиальные моменты, но не привело к развитию институтов инфраструктуры.
Инвесторы	2012 г.	Включение ипотечных ценных бумаг в ломбардный список Банка России; Попытка увеличения прозрачности сделок.	Основными инвесторами в инструменты рынка ипотечной секьюритизации являются коммерческие банки. Иные группы инвесторов по-прежнему считают сделки непрозрачными.
Консалтинговые агентства	2008-2012 гг.	Политика сокращения расходов организаторов сделки привела к росту потребности в сторонних специализированных организациях.	Разрастание дублирующих друг друга компаний с низким качеством предоставляемых услуг и спровоцировало смену тенденций и создание оригинаторами собственных подсистем.
Страховые компании	с 2013 г.	Принятие закона № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков».	До 2019 года можно отметить отсутствие конкретной стратегии развития данного института, что затем сменилось «чисткой рынка», результаты которой пока скорее приводят к регрессу институциональной инфраструктуры.
Бюро кредитных историй	2005 г.	Принятие закона № 218-ФЗ «О кредитных историях».	Настоящее развитие бюро получило только в последние пять лет, когда БКИ стали оказывать аналитические услуги на основе накопленной информации. Уровень функциональности до сих пор остается незначительным из-за разрозненности информации и ее недостаточном объеме.
Специально созданное юридическое лицо (SPV, ипотечный агент)	2003 г.	Принятие закона № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», которое ввело понятие «ипотечный агент».	Это почти полный аналог западного Special Purpose Vehicle (SPV), из-за чего рынком было воспринято не как развитие, а как ответ на потребность в данном звене инфраструктуры.

## Продолжение таблицы 2.4

Звено инфраструктуры	Период	Мероприятия	Итог
Специально созданное юридическое лицо (SPV, ипотечный агент)	2013 г.	Принятие закона № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» и введение понятий «специализированное финансовое общество» и «специализированное общество проектного финансирования».	По-прежнему преимущественно используется форма ипотечного агента из-за недостаточного опыта применения специализированных обществ.

Источник: разработано автором.

В настоящее время развитие рынка ипотечной секьюритизации происходит в условиях формирования нового правового поля, переориентации кредитных организаций в части поиска источника фондирования на внутреннем рынке и активной государственной поддержки ипотечного кредитования. Названные условия формируют современные тенденции и тренды рынка:

- 1) развитие мультиоригинаторных сделок ипотечной секьюритизации;
- 2) внедрение стандартов Простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации;
- 3) потребность в цифровизации процедуры секьюритизации.

Поскольку секьюритизация активов остается инновационным инструментом и вовлекает в процесс множество участников, стоимость проведения каждой сделки для оригинатора остается высокой. Фактически проводить секьюритизацию оказывается рентабельным только для крупных банков, имеющих достаточно большие ипотечные портфели, в то же время для средних и мелких банков секьюритизация экономически невыгодна.

Для устранения названной проблемы и других возможных затруднений была адаптирована разработанная за рубежом схема *мультиоригинаторной сделки секьюритизации*, и она активно продвигается Агентством ипотечного жилищного кредитования в России. Смысл такой сделки в объединении нескольких (как минимум двух) оригинаторов для формирования единого пула закладных из выданных ими ипотечных кредитов. Схематично мультиоригинаторная сделка представлена на рисунке 2.10.

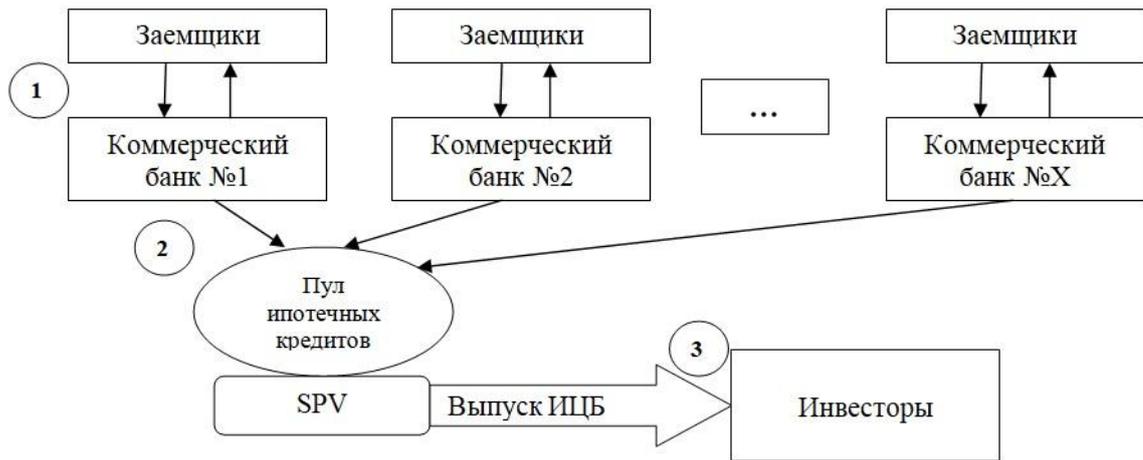


Рисунок 2.10 – Схема секьюритизации ипотечных активов на мультиоригинаторной основе

- 1 – выдача ипотечного кредита заемщикам и передача недвижимости в залог банку;
- 2 – формирование пула закладных из ипотечных кредитов, выданных участвующими оригинаторами;
- 3 – выпуск ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), обеспеченных собранным пулом, и продажа их инвесторам.

*Источник:* Развитие рынка секьюритизации финансовых активов [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/44036-/pres\\_sep\\_2316.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/44036-/pres_sep_2316.pdf) (дата обращения: 19.01.2017).

Такой тип сделок весьма распространен в развивающихся странах, где один оригинатор не способен предоставить интересный для рынка объем размещения (например, секьюритизация портфелей микрофинансовых организаций в Индии). На российском рынке инициатором внедрения таких сделок является Агентство по ипотечному жилищному кредитованию, которое активно применяет «Мультиоригинаторную платформу секьюритизации».

Главным преимуществом таких сделок является снижение стоимости проведения сделки за счет использования уже существующего SPV и разделения существенной доли затрат (до 50 %) между всеми сооригинаторами. К таким затратам относятся услуги организатора сделки, услуги юридической, бухгалтерской и управляющей компании SPV. Исходя из оценок АИЖК<sup>92</sup> и авторского сравнительного анализа уже осуществленных мультиоригинаторных сделок, снижение единовременных и текущих фиксированных затрат возможно от 20 до 50 %. Безусловно, такое снижение затрат значительно улучшает экономику сделки и делает ее более доступной. При этом такая платформа открывает возможность участия в сделках оригинаторам с небольшим кредитным портфелем. При тех же объемах сделка с одним оригинатором была бы исклю-

<sup>92</sup> Голик, Д. В. АИЖК и его роль в повышении доступности ипотечного кредитования для населения и обеспечения ликвидности коммерческих банков / Д. В. Голик // Экономика, управление, финансы: материалы VII Международной научной конференции. – 2017. - С.6-10.

чительно убыточной. С точки зрения простоты сделки, мультиоригинаторная платформа также имеет явные преимущества. Такой проект основывается на использовании типовой документации и, следовательно, является менее сложным и более дешевым в администрировании. С другой стороны, видны и существенные недостатки платформы, такие как: 1) необходимость следовать установленным стандартам АИЖК в области оценки заемщика, выдачи кредита и т.д.; 2) зависимость от состояния других сооригинаторов как с точки зрения финансов, так и репутации; 3) снижение возможного максимального дохода оригинатора от сделки из-за необходимости оплаты услуг АИЖК<sup>93</sup>.

Для инвестора такая платформа тоже предоставляет определенные преимущества. Во-первых, географическая диверсификация входящих в пул ипотечных кредитов снижает уровень кредитного риска пула закладных. Во-вторых, перераспределение рисков оригинаторов, что особенно актуально в условиях политики Банка России по сокращению числа кредитных организаций на рынке и ужесточению требований к капиталу. В-третьих, благодаря возможности участия в сделке оригинаторов даже с небольшим кредитным портфелем, значительно сокращается время накопления кредитного портфеля с необходимыми характеристиками. Это ведет к ускорению появления облигаций на рынке ценных бумаг.

Несмотря на то, что платформа для мультиоригинаторных сделок была создана и впервые апробирована в конце 2013 г., сколько-нибудь значимую долю рынка они смогли занять только в 2016 году. Структура выпусков жилищных ИЦБ в 2013-2019 гг. представлена на рисунке 2.11.

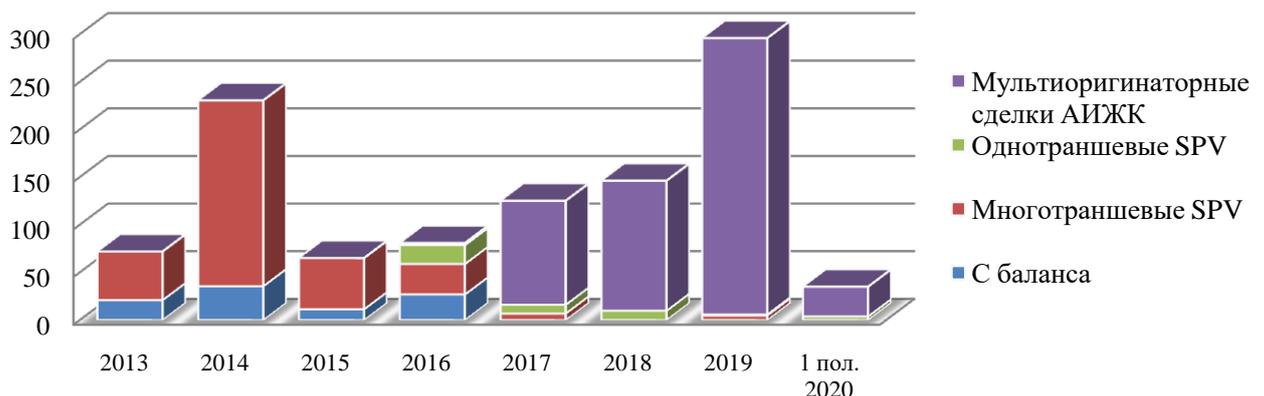


Рисунок 2.11 – Структура выпусков жилищных ИЦБ в 2013-2019 гг., в млрд руб.

Источник: Обзор рынка ипотечных ценных бумаг в 2019 году<sup>94</sup> и Сделки секьюритизации ипотечных кредитов в 2020 году<sup>95</sup>

<sup>93</sup> Потомова, С. А. Мультиоригинаторные сделки секьюритизации: проблемы и перспективы применения / С. А. Потомова // Вопросы управления. – 2018. – №6. – С. 98-105.

<sup>94</sup> Обзор рынка ипотечных ценных бумаг в 2019 году [Электронный ресурс] // ДОМ.РФ. – Режим доступа: <https://дом.рф/analytics/> (дата обращения 23.02.2020).

Объем мультиоригинаторных сделок с 2017 года резко изменил структуру рынка. Но такая схема сделки формирует новые взаимосвязи внутри рынка и новые риски. Показательной является мультиоригинаторная сделка ПАО «ИнтехБанк» общим объемом 1 080 199 тыс. рублей, закрытая совместно с АИЖК в 2015 году. Интерес в этой сделке представляет набор рисков, с которыми столкнулись организаторы. Фактически при подготовке сделки были реализованы 4 из 6 учтенных в подготовке рисков (риск ухудшения экономической ситуации, риск смены организатора сделки, риск ненакопления пула, регуляторный риск) и один неучтенный (введение временной администрации в банке-оригинаторе). Первым сработал неучтенный в подготовке риск ухудшения экономической ситуации в конце 2014 года. Затем реализовался риск организатора, когда у АИЖК сменилась управленческая компания, и вслед за этим изменились требования к рискам по закладным. Следствием этого стала реализация риска контрагента (риск ненакопления пула), который не был способен предоставить нужный объем кредитов, подходящих новым требованиям. Это привело к отказу контрагента от участия в проекте, что незамедлительно спровоцировало рост постоянных издержек в два раза и лишило сделку преимуществ мультиоригинаторной платформы. И последним риском стал регулятивный риск, сработавший вследствие введения обновленных норм Базель III для оценки младших траншей, весовой коэффициент по которым увеличился в 12,5 раз. При этом, несмотря на реализацию практически всех заложенных в проект рисков, это не привело к дефолту по облигациям. Причина такой устойчивости кроется в качественном ипотечном покрытии и особой роли АИЖК. Пул ипотечных кредитов генерировал стабильные и достаточные потоки платежей, которые позволили покрыть все возникающие затраты и оставить сделку в зоне доходности. АИЖК в свою очередь, являясь основным институтом развития рынка секьюритизации ипотеки, применяя собственные стандарты к оценке качества ипотечных кредитов и пока еще «вручную» проводя такие операции, прилагает все усилия для увеличения доступности инструментов мультиоригинаторной сделки. По мнению автора, такая платформа имеет широкие возможности применения не только в ипотечном кредитовании, но и при использовании других видов базовых активов. Совместная работа государственного агентства с участниками рынка позволяет быстрее и эффективнее устранять существующие проблемы проведения сделок секьюритизации. При этом накопление большего опыта позволит отказаться от «ручной» настройки сделок.

Одним из направлений популяризации секьюритизации является проект АИЖК «Фабрика ИЦБ» (с 04.06.2018 г. – ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»). Фабрика ипотечных ценных бумаг – это инновационный механизм проведения секьюритизации на базе мультиоригинаторной платформы с сопровождением и поручительством АИЖК. Исключительной чертой фабрики

---

<sup>95</sup>Сделки секьюритизации ипотечных кредитов [Электронный ресурс] // Русипотека - Аналитический Центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/publications/project-2008/tuktarov-7.pdf> (дата обращения: 06.09.2020)

является эмиссия только однотраншевых выпусков, несмотря на то, что за основу идеи был взят европейский опыт мультиоригинаторных сделок, основанных на принципе субординированности выпуска. Схема выпуска выглядит следующим образом: банк выдает ипотечные кредиты заемщикам и передает закладные по ним специально созданному ипотечному агенту, который, получив гарантию АИЖК и уплатив за это комиссию, в упрощенном порядке выпускает и регистрирует в Центральном банке Российской Федерации ипотечные ценные бумаги. Полученные ипотечные облигации банк может оставить у себя на балансе и использовать в сделках ломбардного кредитования, а может продать другим инвесторам, получив свободные денежные средства для рефинансирования своей деятельности.

Фабрика эмитирует исключительно однотраншевые выпуски по нескольким причинам. Во-первых, это быстрее по сравнению со временем, затрачиваемым на подготовку структурированного выпуска. Во-вторых, тем самым дается возможность присваивать таким бумагам пониженный коэффициент (20 % вместо 70 %) при расчете капитала банка, у которого они на балансе. В-третьих, формируется привлекательность для небольших банков с однородным кредитным портфелем, позволяя им использовать инструмент секьюритизации для рефинансирования ипотечных кредитов даже с небольшим кредитным портфелем<sup>96</sup>. Всё отмеченное имеет большое значение для поддержки конкуренции в банковском секторе, где ранее рассматриваемый инструмент был доступен только крупным банкам.

По мнению автора, заявленная высокая надежность таких деривативов обеспечивается по большей части качественным ипотечным покрытием. Именно процесс управления кредитным риском закладывает надежность сделки и выпускаемых ценных бумаг. Обеспечение высокого качества покрытия основывается на разработке единых стандартов для выдаваемых ипотечных кредитов, разработанных АИЖК. Однако идея о необходимости разработки таких норм получила распространение после пересмотра Базельским комитетом по банковскому надзору структуры секьюритизации в рамках новой редакции Базель III<sup>97</sup>. Дальнейшее развитие секьюритизации, по мнению комитета, должно быть основано на внедрении стандартов *Простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации* (ППС-секьюритизации – simple, transparent and comparable securitisations, STC – Таблица 2.5).

---

<sup>96</sup> Потомова, С. А. Перспективы секьюритизации как источника фондирования ипотечных кредитов в современных условиях / С. А. Потомова // Россия: тенденции и перспективы развития. Ежегодник. Вып. 14 – РАН. ИНИОН. Отд. науч. сотрудничества. – М., 2019. – Ч. 1. С. 374-377.

<sup>97</sup> Потомова, С. А. Мультиоригинаторные сделки секьюритизации: проблемы и перспективы применения / С. А. Потомова // Вопросы управления. – 2018. – №6. – С. 98-105.

Таблица 2.5 – Критерии ППС-секьюритизации

Критерий	Описание
Простота (simplicity)	Пул активов обязан быть однородным, а структура сделки не должна быть излишне сложной и иметь типовые решения
Прозрачность (transparency)	Для того чтобы иметь возможность всесторонне оценить риски, информация о пуле активов, структуре сделки, участниках обязана являться открытой и доступной
Сопоставимость (comparability)	Инвесторы должны иметь возможность сравнивать различные сделки секьюритизации в рамках одного класса активов. Сопоставимость должна указывать на особенности сделок, обусловленные различиями в регулировании в разных правовых порядках.

*Источник:* Чернаков, В. Мультиоригинаторные сделки: вероятные риски и возможности. Практический опыт реализации / В. Чернаков // Энциклопедия российской секьюритизации 2017. – 2017. - С.106-110.

Российский регулятор активно разрабатывает регламент внедрения и перехода к таким сделкам, пытаясь адаптировать успешный зарубежный опыт. По мнению автора, в настоящее время этот вопрос остается непроработанным с точки зрения Банка России, но дальнейшее совершенствование такой идеи является положительной тенденцией для всего рынка. Вышеозначенное является второй выделенной нами тенденцией современного рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации. Цель внедрения стандартов сделок заключается в присвоении выпущенным облигациям более низких коэффициентов рисков. Опыт ипотечного кризиса 2008 года учтен при присвоении весовых коэффициентов рисков, заложенных в сложных структурах секьюритизации. Однако подобные заявления вызывают сомнения и создают впечатление попеременной смены диаметрально противоположных точек зрения на степень необходимого регулирования (от высоких требований к капиталу и ужесточения коэффициентов к послаблениям, а затем – наоборот). У российских сделок и прежде преобладала в основном простая структура, что теперь должно стать основанием для применения понижающих коэффициентов риска и уменьшения нагрузки на капитал держателей таких бумаг. В 2016 году АИЖК разработало на основе рекомендаций комитета свои стандарты ипотечного кредитования, которые представлены в документе «Единый стандарт ипотечного кредитования АО «АИЖК»<sup>98</sup>. Требования к кредитам разделены на следующие группы:

1. требования к параметрам ипотечных кредитов. Кредиты должны выдаваться только в рублях, на срок от 36 до 360 месяцев. Предметом ипотеки может являться как уже построен-

<sup>98</sup> Единый стандарт ипотечного кредитования АО «АИЖК» [Электронный ресурс] // ДОМ.РФ. – Режим доступа: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/upload/iblock/da0/da0d8cbe4170d7748154e26898937772.pdf> (дата обращения: 09.09.2018)

ное жилье или земельный участок, так и имущественные права требования участника долевого строительства к застройщику.

2. требования к заемщикам и залогодателям. Требования к заемщикам ограничивают возраст от 21 до 65 лет (погашение долга ранее достижения 65 лет); гражданство Российской Федерации; наличие регистрации на территории России; трудовой стаж на последнем месте работы более полугода, общий – от двух лет; стабильный доход.

3. требования к предмету ипотеки. Недвижимое имущество должно находиться на территории Российской Федерации, быть подключено к централизованным или автономным системам жизнеобеспечения и иметь износ не более 70 %. Коэффициент Кредит/Залог определяется согласно выбранному ипотечному продукту (как правило, не более 0,8).

4. требования к страховому обеспечению. Страхование должно быть осуществлено в соответствии с требованиями законодательства, т.е. предмет залога должен быть обязательно застрахован, а личное страхование заемщиков остается добровольным, но отказ от него может привести к росту ставки ипотечного кредита. Агентством предлагается воспользоваться услугами определенного перечня страховых компаний, который размещен на их сайте.

5. требования к процедуре андеррайтинга заемщика. Анализ проводится на основе личных данных заемщика (залогодателя), данных о трудовой деятельности заемщика, его доходах и постоянных расходах, данных о кредитной истории, активах и обязательствах.

6. требования к ипотечной сделке. Среди особенностей можно выделить требования к разнице между оценочной стоимостью согласно отчету об оценке и стоимостью по договору приобретения, которая не должна превышать 15 %.

Следует отметить, что в российском законодательстве и в практике АИЖК параметры ППС-секьюритизации применимы только к ипотечным сделкам, хотя в изначальном документе подразумевается использование этой системы для всех видов активов. По мнению автора, распространение идеи об универсализации других видов секьюритизации будет инициировано в первую очередь банковским сообществом и потребует новых преобразований и без того нестабильного правового поля. Для решения этой проблемы необходимо включить возможные риски в анализ регулятивного риска процесса секьюритизации.

Главным опасением инвесторов относительно внедрения универсальных стандартов является непонимание того, кто будет признавать сделку соответствующей ППС-стандартам, кто будет собирать информацию и контролировать ее соответствие стандартам на протяжении всего срока обращения бумаг на рынке. Существуют серьезные проблемы в своевременности раскрытия информации о таких выпусках, их юридической сложности и больших объемах данных, которые необходимо анализировать. Пока указанные проблемы не будут решены структура и объем инвесторов в такие бумаги будет значительно ограничен.

Третьей тенденцией, оказывающейся продолжением общеэкономического тренда, является *потребность в цифровизации* процедуры секьюритизации. Уникальные события 2020 года, связанные с карантинными мерами в период пандемии коронавируса, невероятно актуализировали вопрос создания цифрового пространства для всех сфер экономики. Если ранее переход в дистанционный формат взаимодействия и цифровой способ хранения информации воспринимался скорее как желание ускорить бизнес-процессы, то в новых реалиях это стало объективной необходимостью для самой возможности функционирования этих бизнес-процессов. Так, в период самоизоляции банки остановили около 10–20 % ипотечных сделок, во-первых, по желанию клиентов, а, во-вторых, из-за нового режима работы многофункциональных центров. В результате значительного спроса на ипотеку после снятия части карантинных мер, очевидно, сыграли кредитные организации, имеющие развитую систему электронного взаимодействия с клиентами и застройщиками. Потребность в цифровизации существует на каждом этапе сделки. Попытки перевода некоторых операций в онлайн-системы предпринимаются с трех сторон — государства, АИЖК и коммерческих банков.

С позиции государства создается единая база недвижимости «Росреестр», доступная в сети Интернет по адресу <https://rosreestr.ru/site/>. В перспективе такая база создаст широкие возможности для ускорения и облегчения сделок секьюритизации. В том числе на базе этого реестра уже внедрен механизм электронной закладной. Вступившие в силу с 1 июля 2018 года изменения в федеральный закон от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» ввели новый порядок обращения закладных по ипотечному кредитованию с использованием цифровых технологий. Так, законодательно понятие электронной закладной определено следующим образом: «закладная является именной документарной ценной бумагой или бездокументарной ценной бумагой, права по которой закрепляются в форме электронного документа, подписанного усиленной квалифицированной электронной подписью, который хранится в депозитории»<sup>99</sup>. Приоритетным направлением в рамках объединения единого цифрового пространства должно быть построение взаимодействия между банками-оригинаторами с Росреестром, страховыми компаниями и оценщиками. С учетом использования электронной закладной новый формат передачи и хранения данных сократит время формирования пула в несколько раз и снизит транзакционные издержки. По мнению автора, помимо преимуществ для банков и заемщиков, эта мера в действительности – шаг к снижению стоимости секьюритизации и увеличению эффективности взаимодействия институтов инфраструктуры<sup>100</sup>.

<sup>99</sup> Федеральный закон от 25 ноября 2017 г. № 328-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. 25.11.2017) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 18.02.2018).

<sup>100</sup> Потомова, С. А., Брехова, Ю. В. Цифровая ипотека: проблемы и перспективы внедрения // Материалы XIV Международной научно-практической конференции молодых ученых, студентов и магистрантов, посвящен-

Заинтересованность банков в развитии полностью цифровой площадки онлайн-кредитования связана в первую очередь со снижением затрат и ускорением всей процедуры. Дополнительно побуждать банки к внедрению новых технологий станет растущая конкуренция за качественного ипотечного заемщика. По сути, при переходе к онлайн-кредитованию банки, не внедрившие такую платформу, будут вынуждены сотрудничать с более рисковыми заемщиками, которые не смогли получить одобрение через онлайн-платформу. Нельзя однозначно утверждать, что уровень просроченной задолженности в современных условиях не имеет причин для роста. А также, основываясь на опыте 2008 года, у банков может вновь появиться желание увеличить свой кредитный портфель за счет менее кредитоспособных заемщиков.

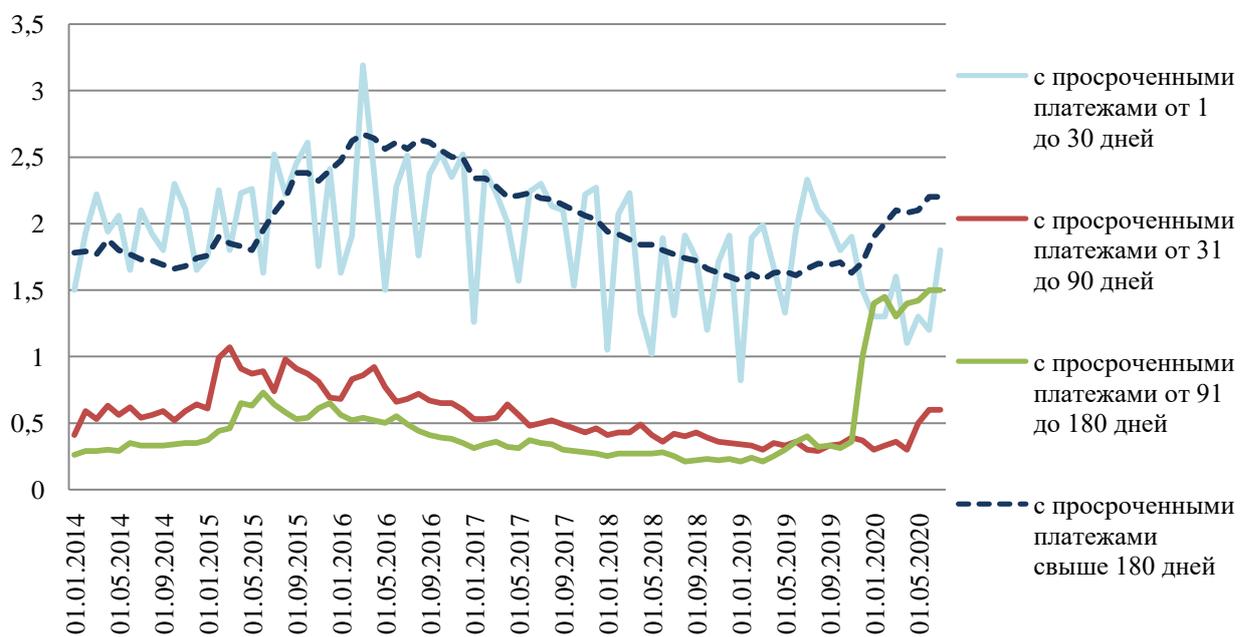


Рисунок 2.12 – Группировка задолженности по ипотечным жилищным кредитам по срокам задержки платежей, в % к общей сумме задолженности

Источник: составлено автором по данным Банка России<sup>101</sup>.

Однако пока скорость внедрения цифровых технологий такова, что речь идет лишь о стандартных ситуациях, не требующих дополнительных документов и процедур, как, например, с использованием материнского капитала. Стоит привести в качестве примера сервис «Домклик» от Сбербанка России, который стимулирует заемщиков использовать онлайн-платформу скидками по процентной ставке. Цифровая модель предусматривает перевод в электронную

ной памяти выдающегося экономиста В.Д. Новодворского. Изд-во: Алтайский государственный университет. Под редакцией Д. В. Коханенко (Барнаул). – 2019. – С.211-214.

<sup>101</sup> Группировка задолженности по ипотечным жилищным кредитам по срокам задержки платежей [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TbIID=4-11> (дата обращения: 06.06.2020).

форму не только самой ипотеки, но и сопутствующих услуг (электронная регистрация прав собственности, услуги юристов, риелторов и пр.)

ДОМ.РФ в свою очередь, наравне с банками, выстраивает платформу онлайн-кредитования, включающую полный комплекс услуг для дистанционной выдачи ипотечного кредита. Цифровизация ипотеки легла в основу мер по восстановлению экономики, разработанных Правительством Российской Федерации, и согласно плану должна осуществиться к 2022 году. По мнению автора, пока преждевременно говорить о высокой популярности такого формата у заемщиков, но при этом невозможно продолжать прежнюю деятельность на рынке ипотечного кредитования и игнорировать потребность в постепенном переходе к цифровому формату.

Трансформация этапа выдачи ипотечных кредитов отразится на последующем процессе секьюритизации портфеля таких кредитов следующим образом:

- 1) увеличится скорость отбора и формирования кредитного портфеля за счет ускорения процесса выдачи;
- 2) снизится стоимость всей сделки за счет автоматизации учета и передачи закладных, сведений об оценке недвижимости и пр.;
- 3) улучшится эффективность взаимодействия институтов инфраструктуры ипотечной секьюритизации. Совершенствование затронет не только количественную сторону, но и качественную – потерять или испортить электронную закладную практически невозможно, что имеет значение при таких долгосрочных кредитах как ипотека.

Однако, все перечисленные преимущества, как и сама электронная закладная, актуальны, по большей части, только для внебалансовой схемы секьюритизации. Для иных схем ее преимущества практически не имеют значения, так как закладные остаются у банка-оригинатора и можно говорить о преимуществах этой системы исключительно на этапе выдачи ипотечного кредита, а не на проведении самой секьюритизации.

С целью решения проблем развития рынка ипотечной секьюритизации Правительством Российской Федерации разработана «дорожная карта» по реализации основных направлений развития финансового рынка на период 2019-2021 года<sup>102</sup>. В части мер по развитию рынка ипотечных ценных бумаг предусмотрено пять мероприятий, которые в основном направлены на снижение рисков инвесторов. По мнению автора, в данном документе недостаточно внимания уделено возможностям инфраструктуры в решении проблем рынка и формированию актуальным условий функционирования.

---

<sup>102</sup> План мероприятий («дорожная карта») по реализации основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов. [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: <https://cbr.ru/Press/event/?id=2546> (дата обращения: 05.12.2019)

Таким образом, выделенные три комплексные тенденции обозначили тренд рынка на развитие за счет совместной работы, универсализации и цифровизации. Это направление диктует новые условия функционирования уже существующей инфраструктуры и определяет необходимый курс будущих преобразований для решения следующих выявленных проблем:

- необходимость адаптации зарубежных практик проведения мультиоригинаторных сделок секьюритизации с учетом отечественных реалий. Низкий уровень заинтересованности российских регуляторов в создании актуальных условий функционирования рынка объясняет введение непопулярных мер по регулированию рынка. Именно в рамках институтов инфраструктуры может быть решена проблема разрозненности рынка и созданы условия, отвечающие потребностям участников ипотечной секьюритизации;
- нехватка институтов инфраструктуры, отвечающих за внедрение, контроль и анализ стандартов ППС-секьюритизации. Игнорирование потребности в единых стандартах лишает рынок доступа к иностранным элементам инфраструктуры, в особенности это относится к отсутствию интереса зарубежных инвесторов, что в сложившихся экономических условиях существенно тормозит развитие рынка;
- отсутствие информационной среды взаимодействия участников секьюритизации в том числе: единых стандартов проведения сделок, отчетной документации и последующего информационного сопровождения выпущенных ипотечных ценных бумаг, что делает их непрозрачными для инвесторов и замедляет развитие финансового рынка.

### **2.3 Проблемы функциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации на современном этапе**

Отечественный рынок секьюритизации, в отличие от западных, имеет сравнительно недолгую историю в отличие от западных. Заимствование идей секьюритизации логично повлекло за собой и попытку адаптации опыта других стран в построении функциональной инфраструктуры.

Функциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации понимается нами как совокупность звеньев системы, способствующих успешной реализации процесса секьюритизации. Особенность функциональной инфраструктуры заключается в ее деятельности по снабжению участников рынка сигналами. При этом в настоящее время внутри российской инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации не имеется четкого обособления функций ме-

жду элементами, что порождает неясность и неэффективность деятельности функциональной инфраструктуры. Схематично функциональная инфраструктура представлена на рисунке 2.13.

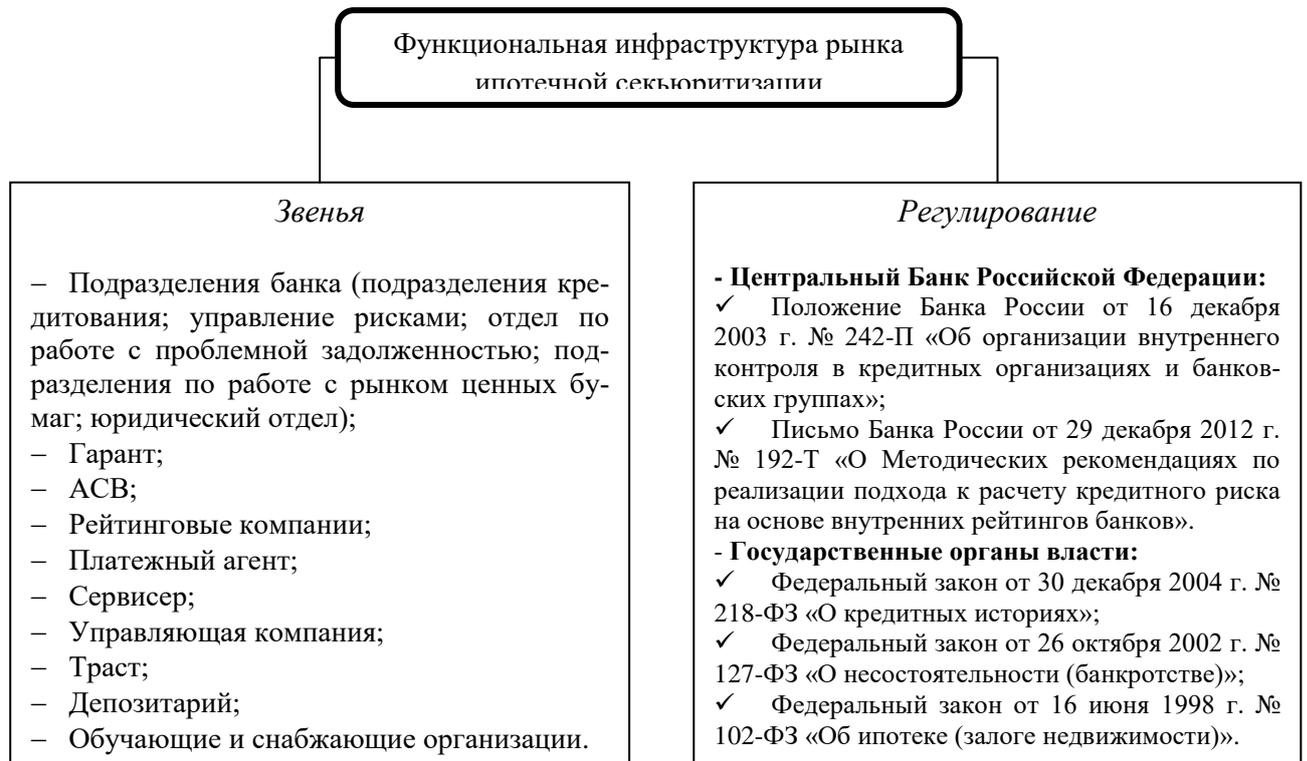


Рисунок 2.13 – Функциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации

*Источник:* составлено автором.

Представленную инфраструктуру можно также разделить на подсистемы исходя из основной их роли в процессе ипотечной секьюритизации следующим образом:

- гарантирующая подсистема: АСВ, траст, гарант. Задачей этой подсистемы является обеспечение инвесторов некоторыми гарантиями при нарушениях сделки;

- обслуживающая подсистема: служба организации работы с рынком ценных бумаг, платежный агент, сервисер, управляющая компания, депозитарий. В виду долгосрочности сделок по секьюритизации ипотечных активов необходимо уделять особое внимание выбору обслуживающих организаций. Довольно часто в сделке ипотечной секьюритизации планируются дублирующие по функционалу организации;

- подсистема снабжения: обучающие и снабжающие организации (кадры, программное обеспечение, повышение квалификации, внедрение новых технологий и т.д.). Самая динамичная и быстроразвивающаяся подсистема, которая призвана вносить инновации в инфраструктуру;

- подсистема контроля и управления рисками: кредитные подразделения банка; управление рисками; отдел по работе с проблемной задолженностью; юридический отдел, рейтинговые

компании. Наиболее важная подсистема с точки зрения функционирования рынка ипотечной секьюритизации. Основной задачей данных субъектов инфраструктуры является сигнализация об изменениях во внешней и внутренней среде, которые могут привести к финансовым или репутационным потерям.

По нашему мнению, актуальность развития подсистемы контроля и управления рисками возрастает в современных экономических условиях Российской Федерации. Это подтверждает включение в состав «дорожной карты» по развитию рынка ипотечных ценных бумаг, принятой Правительством Российской Федерации, мер по совершенствованию биржевой инфраструктуры рынка и созданию доступных инструментов оценки ипотечных облигаций. Стоит признать, что на сегодняшний день такие инструменты отсутствуют также, как и субъект рынка, способный проводить такую оценку. Необходимость кредитных организаций реализовывать свои конкурентные возможности побуждает разрабатывать и внедрять адекватные и современные системы управления кредитным риском ипотечных ценных бумаг. Поскольку их инвестиционная привлекательность чувствительна к характеристикам базового актива, мы считаем, что анализ ипотечного покрытия отражает уровень его кредитного риска и выявляет имеющиеся проблемы. Существующие методики анализа ипотечного покрытия можно условно разделить на четыре категории: методики Банка России, АИЖК, методики инфраструктурных элементов и методики, разработанные исследователями-экономистами. Отсутствие единых взглядов на процесс анализа обусловлено двумя причинами. Во-первых, не существует единой базы информации с сопоставимыми между собой данными. Во-вторых, практически невозможно использование зарубежного опыта по причине существования множества особенностей проведения сделки секьюритизации в каждой стране. К таким особенностям относится порядок налогообложения (и соответственно варианты снижения налогового бремени за счет различной структуры сделки), организационно-правовые формы юридических лиц и их полномочия, роль государства на рынке ипотечного кредитования (присутствие на рынке государственных ипотечных агентств и их функции) и т.д.

Методика ЦБ РФ<sup>103</sup> по оценке кредитного риска секьюритизации ипотечных кредитов построена на закрытых данных и настолько сложна, что применима в основном только для банков-оригинаторов и самого Центрального банка. Методика построена на анализе компонентов, которые включают 3 группы: 1 – компоненты, характеризующие выпуск (срок, объем, распределение по траншам, средневзвешенная процентная ставка); 2 – установленные Банком России константы (рисковые коэффициенты); 3 – сведения о доле просроченных базовых активов.

---

<sup>103</sup> Положение Банка России от 4 июля 2018 г. № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение» (ред. от 04.07.2018) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 19.05.2019).

Смысл ее применения в расчете достаточности капитала банка в регулятивных целях. Но состояние ипотечного покрытия здесь имеет значение только в формате определения категории качества базового актива и доли дефолтных кредитов по инструкции № 483-П<sup>104</sup>. Следовательно, методика не имеет прогнозных способностей, основана исключительно на количественных компонентах и ограничена в применении по причине использования непубличных данных.

АИЖК проводит своего рода анализ реестров ипотечного покрытия в формате графического отображения тенденций анализируемых пулов и усреднения полученных результатов. При этом как таковой методикой ее считать нельзя по причине отсутствия каких-либо контрольных значений и, следовательно, выводов на их основе. Однако охват данных покрывает около 90 % обращающихся на рынке ипотечных ценных бумаг и, в определенной мере, является индикатором рынка ипотечных деривативов в стране.

Третья группа представлена методиками инфраструктурных элементов. В первую очередь они имеют своей целью оценить рыночную стоимость ипотечных ценных бумаг, поэтому состав ипотечного покрытия представляется лишь одним из факторов цены. Рейтинговые агентства и другие инфраструктурные элементы имеют равный с другими внешними пользователями доступ к данным, но, в силу специализации на оценке рисков, обладают широким набором инструментов для анализа. К таким методикам, к примеру, относятся следующие:

1) MILAN (Moody's individual loan analysis)<sup>105</sup>. Представляет собой скоринговую модель оценки кредитного риска портфеля ипотечных кредитов на основе анализа кредитной поддержки выпуска, характеристики заемщиков, недвижимости и ипотечного кредита, региональной диверсификации и частоты дефолтов. Модель обладает прогнозной способностью, учитывает страновые и региональные специфики. При этом, по мнению автора, в ней недостаточное внимание уделяется анализу причин дефолта и влиянию характеристик кредита на вероятность банкротства заемщика. В целом наибольшую прогнозную способность методика демонстрирует при включении в анализ данных о заемщиках, хотя это не всегда возможно.

2) Методика определения стоимости облигаций с ипотечным покрытием<sup>106</sup> Национального расчетного депозитария. Она используется для определения индикативного значения стоимости облигаций с ипотечным покрытием. Состояние ипотечного покрытия анализируется с позиции денежного потока, поэтому количество и вероятность дефолтов в пуле рассматривается только в качестве корректировки «планового потока». Также серьезным недостатком явля-

<sup>104</sup> Положение Банка России от 6 августа 2015 г. № 483-П «О порядке расчета величины кредитного риска на основе внутренних рейтингов» (ред. от 10.03.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС Консультант-Плюс (дата обращения: 07.08.2019).

<sup>105</sup> Milan, Province // Moody's Analytics URL: <https://www.moody's.com/credit-ratings/Milan-Province-of-credit-rating-600049254> (дата обращения: 03.04.2017).

<sup>106</sup> Методика определения стоимости облигаций с ипотечным покрытием [Электронный ресурс] // Национальный расчетный депозитарий. – Режим доступа: [https://www.nsd.ru/ru/services/info/valuation\\_center/](https://www.nsd.ru/ru/services/info/valuation_center/) (дата обращения: 11.05.2016)

ется наличие множества допущений (например, текущая ставка досрочного погашения по выпуску ценных бумаг (CPR) рассчитывается на каждую дату оценки, а прогнозная CPR, используемая для прогнозирования потока платежей, приравнивается к текущему значению и считается постоянной и т.д.), так как введение этих допущений ведет к снижению прогнозных способностей модели.

Четвертая группа методик носит достаточно специфический характер, так как они разрабатываются для конкретных целей. Интерес исследователей, как правило, сосредоточен на решении определенных задач в конкретной области, но часто подобные работы становятся базисом для разработки синтетических моделей для решения схожих задач. К таким исследованиям следует отнести работы Д. Фантаццини<sup>107</sup>, использующего эконометрические методы моделирования при анализе кредитного риска заемщика. Но его работы могут быть лишь составляющей оценки уровня кредитного риска пула ипотечных кредитов, так как не объясняют взаимосвязи дефолта конкретного заемщика с уровнем риска всего пула. А главное, по мнению автора, не учитывается влияние стоимости заложенного имущества на кредитный риск пула. Предпринимаются попытки решить проблему взаимосвязи дефолтов в рамках пула в работах А.М. Порошиной<sup>108</sup>, но без учета специфики проведения процедуры секьюритизации и связанных с ней рисков. Работа Н.И. Берзона и В.В. Мезенцева<sup>109</sup> очень подробно определяет возможности применения различных методик оценки кредитного риска ценных бумаг, но не в полной мере позволяет учесть особенности оценки ипотечных ценных бумаг. Наибольший интерес вызывает работа А.М. Лозинской<sup>110</sup> по оценке кредитного риска при ипотечном жилищном кредитовании на базе материалов АИЖК. Модель представляет собой синтетическую методику, построенную на основе методологии MILAN-анализа, результатах мониторинга финансового поведения в России, экспертном обзоре АИЖК практик ипотечного андеррайтинга и на обзоре академической литературы по теме ипотечного дефолта. Методика построена на общедоступных показателях, частично сопоставимых с информацией реестра ипотечного покрытия, и проводится при помощи эконометрических методов моделирования, позволяющих использовать большой объем данных и строить прогнозные модели. В методике используются следующие компоненты:

- 1) социально-демографические характеристики заемщиков;

---

<sup>107</sup> Fantazzini, D. A new Approach for firm value and default probability estimation beyond the merton models / D.Fantazzini, M. E. Degiuli, M. A. Maggi // Computational Economics. – 2008. – 31(2). - pp.161-180.

<sup>108</sup> Порошина, А. М. Обзор подходов к моделированию кредитного риска на портфельном уровне [Электронный ресурс] // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. №3. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/obzor-podhodov-k-modelirovaniyu-kreditnogo-riska-na-portfelnom-urovne> (дата обращения: 04.06.2019).

<sup>109</sup> Берзон, Н. И., Мезенцев В. В. Применение структурных и редуцированных моделей для оценки кредитных дефолтных свопов / Н. И. Берзон, В. В. Мезенцев // XII Межд. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества. В 4 книгах. Кн. 1. – М. : НИУ ВШЭ. – 2012. - С.633-642.

<sup>110</sup> Лозинская, А. М. Оценка кредитного риска при ипотечном жилищном кредитовании: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лозинская Агата Максимовна. – Москва, 2015. - С.60-113.

- 2) параметры ипотечного кредита;
- 3) макроэкономические переменные;
- 4) дополнительные параметры, учитывающие особенности российского ипотечного рынка.

Для проведения анализа автором использовался подобный массив данных, но имеющий несколько различий в структуре исходных данных. А именно, не были известны такие компоненты как: социально-демографические характеристики заемщика (пол, возраст клиента, доход заемщика, его кредитный лимит, соотношение платежей/доход, место работы, уровень образования, семейное положение); некоторые условия выдачи ипотечного кредита (вероятность подачи заявки, время подачи ипотечной заявки, тип ипотечной программы, вид процентной ставки). Поскольку условия выдачи ипотечного кредита в представленной модели А.М. Лозинской имеют достаточно низкие веса и, по нашему мнению не оказывают значимого влияния на последующее поведение заемщика, то можно предположить, что отсутствие этих данных не отразится на конечном результате. Сведения о заемщиках, безусловно, имеют высокую степень влияния на вероятность дефолта, но возвращаясь к вопросу о личной моральной кредитоспособности, можно утверждать, что с момента принятия решения банком о выдаче кредита заемщику на первый план выходит его платежная дисциплина, которая может быть оценена на базе информации, имеющейся в открытом доступе. Однако, в имеющемся массиве были выявлены следующие данные, которые, по нашему мнению, могут оказывать влияние на уровень кредитного риска ипотечного покрытия: площадь объекта, исполнение основного и процентного долга в процентах и рублях, сведения о просрочках платежа. Таким образом, выдвигается предположение о возможности применения алгоритма оценки кредитного риска к другому массиву данных с сохранением этапов первоначальной модели, но с включением дополнительной критической оценки полученного результата.

На основе рассмотренной модели автором проанализированы облигации, выпущенные банком ПАО «ВТБ 24» (вошедший в единую кредитную организацию ПАО «ВТБ» с 01.01.2018 г.), обеспечением которых являются ипотечные кредиты, выданные банком за период с 2010 года по 2014 год. Этот интервал позволяет максимально приблизиться к требованиям периода используемых данных (5 лет), изложенных в Методических рекомендациях Банка России по реализации подхода к расчету кредитного риска на основе внутренних рейтингов банков<sup>111</sup>. В совокупности выборка состоит из 4990 кредитных договоров (в первом выпуске – 1599, во втором – 3391). Для каждого ипотечного кредита, включенного в покрытие, известны основные характеристики кредитного договора, процентная ставка, сведения о государственной регист-

---

<sup>111</sup> Письмо Банка России от 29 декабря 2012 г. № 192-Т «О Методических рекомендациях по реализации подхода к расчету кредитного риска на основе внутренних рейтингов банков» (ред. от 29.12.2012) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 13.04.2017).

рации ипотеки, информация о недвижимом имуществе (залоге), размер ежемесячного платежа, степень исполнения обязательства отдельно по основной сумме долга и процентам, а также данные о просрочке платежей. Сведения находятся в открытом доступе и публикуются на ежемесячной основе, что является преимуществом при оценке текущего состояния покрытия и позволяет сократить временной лаг. Для цели эмпирического исследования вероятности дефолта выпуска ценных бумаг, обеспеченного ипотечными активами, используется два набора данных.

Первый набор включает в себя сведения об ипотечном покрытии неконвертируемых документарных процентных облигаций на предъявителя с обязательным централизованным хранением серии 2-ИП класса «А» с возможностью досрочного погашения в количестве 3 333 300 штук, номинальной стоимостью 1 000 рублей каждая со сроком погашения 26 ноября 2043 года, и класса «Б» с возможностью досрочного погашения в количестве 1 666 700 штук номинальной стоимостью 1 000 рублей каждая со сроком погашения 26 ноября 2043 года (далее – Выпуск 1).

Второй набор данных включает в себя сведения об ипотечном покрытии неконвертируемых документарных процентных облигаций на предъявителя с обязательным централизованным хранением серии 7-ИП класса «А» с возможностью досрочного погашения в количестве 3 800 034 штуки, номинальной стоимостью 1000 рублей каждая со сроком погашения 06 декабря 2044 г., размещаемые по закрытой подписке, и класса «Б» с возможностью досрочного погашения в количестве 1 899 966 штук номинальной стоимостью 1 000 рублей каждая со сроком погашения 06 декабря 2044 г. (далее – Выпуск 2). Основные характеристики представлены в таблице 2.6.

Таблица 2.6 – Основные характеристики анализируемых выпусков ипотечных ценных бумаг

Характеристики	Выпуск 1	Выпуск 2
Дата выпуска	01.09.2011	21.11.2014
Объем ипотечного покрытия по состоянию на 30.06.19 (млрд руб.)	2,6	5,1
Количество ипотечных кредитов	1598	3390
Сроки погашения	26.11.2043	06.12.2044
Рыночная стоимость объектов залога, в млрд	4,2	10
Средний срок до погашения кредита, лет	8,9	9,4
Количество дефолтных кредитов, шт.	94	149

Источник: составлено автором по данным ПАО «ВТБ»<sup>112</sup>.

<sup>112</sup> Ипотечные программы [Электронный ресурс] // ПАО «ВТБ». – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/personal/ipoteka/> (дата обращения: 24.08.2019).

В таблице 2.7 приведено соответствие между названиями параметров задачи и переменными уравнения регрессии.

Таблица 2.7 – Обозначения используемых переменных.

Наименование переменных	Условное обозначение
Сумма кредита	$x_1$
Величина %-ой ставки	$x_2$
Месторасположение (федеральный округ)	$x_3$
Площадь объекта	$x_4$
Рыночная стоимость залога	$x_5$
Лет до погашения обязательства	$x_6$
Полный срок кредита, лет	$x_7$
Размер платежа	$x_8$
% исполнения основного долга	$x_9$
% исполнения процентного долга	$x_{10}$
Неисполнение основного долга (руб.)	$x_{11}$
Неисполнение процентного долга (руб.)	$x_{12}$
Кредит/залог	$x_{13}$
Дефолтный/недефолтный	$y$

Источник: разработано автором.

В приложениях А (статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1), Б (статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1 (выборочная совокупность)), В (статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2), Г (статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2 (выборочная совокупность)) приведены значения коэффициентов уравнения регрессии  $a_i (i=1, \dots, 13), b$ , стандартные значения ошибок  $se_i (i=1, \dots, 13), se_b$  для соответствующих коэффициентов, наблюдаемые значения  $t$ -критерия Стьюдента ( $t_{\text{набл}}$ ) для генеральной совокупности данных (1599 значений) анализируемых пулов. Получены следующие уравнения регрессии для каждого пула.

Выпуск 1:

$$\begin{aligned}
 y = & -5,4095 \times 10^{-8} \cdot x_1 + 0 \cdot x_2 + 0,0035 \cdot x_3 + 0,0005 \cdot x_4 + 1,5754 \times 10^{-8} \cdot x_5 + \\
 & + 0,1981 \cdot x_6 - 0,1758 \cdot x_7 - 4,9420 \times 10^{-7} \cdot x_8 - 0,1385 \cdot x_9 + 0,7628 \cdot x_{10} + \\
 & + 8,3780 \times 10^{-8} \cdot x_{11} - 4,2615 \times 10^{-8} \cdot x_{12} + 0,0909 \cdot x_{13} + 0,5054
 \end{aligned} \quad (2.1)$$

Выпуск 2:

$$\begin{aligned}
 y = & 5,2963 \times 10^{-8} \cdot x_1 + 0 \cdot x_2 - 0,0137 \cdot x_3 + 0,0009 \cdot x_4 - 3,4477 \times 10^{-8} \cdot x_5 + \\
 & + 0,2556 \cdot x_6 - 0,2654 \cdot x_7 - 3,6087 \times 10^{-5} \cdot x_8 + 0,0300 \cdot x_9 - 0,1544 \cdot x_{10} + \\
 & + 5,7206 \times 10^{-7} \cdot x_{11} - 1,7588 \times 10^{-7} \cdot x_{12} + 0,1423 \cdot x_{13} + 2,0502
 \end{aligned} \quad (2.2)$$

Для подтверждения прогнозной способности модель была апробирована на пуле ипотечного покрытия банка ПАО «ВТБ 24» объемом 3326 ипотечных кредитов. Получение финальной спецификации на этапе построения модели осуществлялось по 3326 кредитам, результаты моделирования по которой оказались наиболее близкими к эмпирическим данным. Затем оба пула были проанализированы по обновленным данным (разница в публикации данных составила 1 год). Сравнение результатов продемонстрировало совпадение прогнозов дефолтов в 73 % случаев, что подтверждает предположение о возможности применения данной методики к анализу пула ипотечного покрытия.

На основе исследования влияния местонахождения предмета залога были выявлены следующие закономерности:

- наибольшая доля дефолтных кредитов приходится на Северо-Кавказский федеральный округ (11 % среди общего количества кредитов, включенных в пул закладных этого федерального округа);
- значительно меньшее количество дефолтных кредитов в Уральском федеральном округе (3,09 %);
- практически равнозначные результаты показали Северо-Западный (2,68 %) и Южный (2,17 %) федеральные округа;
- наименьшая доля дефолтных кредитов в Приволжском федеральном округе (1,44 %).

Данные результаты могут быть широко и полно объяснены совокупностью макроэкономических факторов, воздействующих на уровень платежеспособности жителей каждого

федерального округа. В первую очередь стоит обратить внимание на уровень безработицы в названных федеральных округах, представленный на рисунке 2.13.

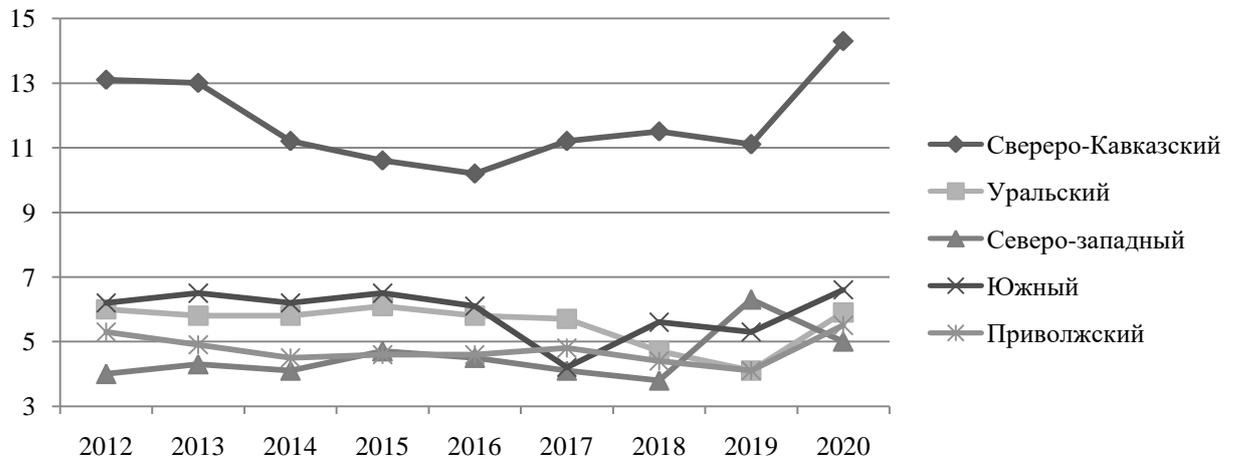


Рисунок 2.14 – Уровень безработицы по федеральным округам, в % к численности экономически активного населения

*Источник:* составлено автором по данным Росстат. Уровень жизни [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect-/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/wages/labour\\_force/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect-/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/wages/labour_force/#) (дата обращения: 22.08.2020)

На рисунке 2.14 отчетливо видно значительное различие в значениях уровней безработицы Северо-Кавказского федерального округа и других рассматриваемых округов, что подтверждает прямую взаимосвязь данного показателя с качеством пула секьюритизируемых активов. В Северо-Кавказском округе наблюдается значительная территориальная диспропорция в области показателей состояния рынка труда и в инструментах реализации государственной политики занятости. Такие субъекты как Дагестан, Кабардино-Балкария, Ингушетия и Чечня относятся к территориям с высоким уровнем безработицы и низким уровнем официальной экономической активности. На рынке труда в этих республиках предложение существенно превышает спрос. Кроме того, система профессионального образования не адаптирована к рыночным условиям. Наблюдается несоответствие потребностям рынка труда объемам и профилям подготовки специалистов.

Еще одним из существенных макроэкономических показателей является стоимость жилья в регионе, так как при возникновении сложностей с обслуживанием ипотечного кредита заемщик может прибегнуть к продаже жилья для покрытия ипотечного долга, и кредитор, взыскав предмет залога, будет стремиться вернуть денежные средства путем продажи залога. Вместе с этим при выдаче кредита может быть учтен также и рост стоимости имущества, признанного залогом. Несмотря на то, что учет цены недвижимости не является общепринятой практи-

кой, он все-таки является важным и призван подчеркнуть, что обеспечение кредита имуществом существует для уменьшения убытков в том случае, если заемщик не сможет платить по долгам. В частности, стоимость недвижимости следует соотносить с вероятностью дефолта по причине общих макроэкономических факторов (обычно экономического спада), которые оказывают влияние на эффективность обеспечения в те моменты, когда оно наиболее необходимо.

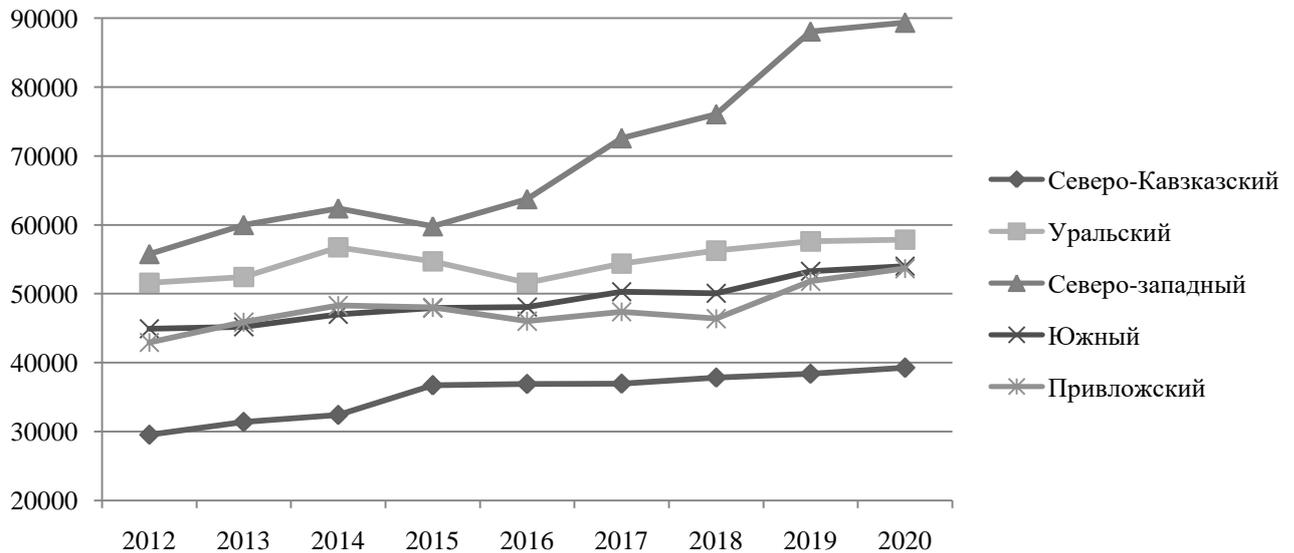


Рисунок 2.15 – Стоимость жилья в федеральных округах (руб. за 1 м<sup>2</sup>).

*Источник:* составлено автором по данным Росстат. Уровень жизни [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gks.ru/-/dbscripts/cbsd/DBInet.cgi?pl=1905001> (дата обращения (дата обращения: 22.08.2020)).

Как видно на рисунке 2.15, в двух федеральных округах (Южном и Приволжском) заметно существенное снижение стоимости жилья с 2014 года. Более подробный анализ резкого изменения цен выявил среди главных причин – введение проектного финансирования на рынке ипотечного жилищного финансирования, которое привело к ограничению ресурсной базы застройщиков. Это означает, что рост цены произошел не из-за повышения платежеспособного спроса, что может привести к дополнительным проблемам рынка ипотечного кредитования. Первоначальные расчеты в данном случае не отразили четкой взаимосвязи между уровнем дефолтов и падением стоимости жилья, что создало предположение лишь о возможном косвенном влиянии данного показателя на уровень кредитного риска заемщиков конкретного федерального округа. Однако подробный анализ сведений кризисного 2008 г. и последующих годов опроверг косвенное влияние данного показателя на вероятность дефолта. Это объясняется тем, что при значительном снижении стоимости недвижимости (более 30 %) заемщики теряют экономический смысл выплачивать ипотечный кредит, значительно превышающий реальную

стоимость недвижимости. Так как в данном исследовании используются пулы ипотечных кредитов, выпущенные в период отсутствия таких колебаний, первоначальный анализ не смог отразить такое влияние.

Третьим показателем, воздействующим на уровень платежеспособности заемщиков, является реальный и номинальный уровень доходов населения, которые представлены на рисунке 2.15.

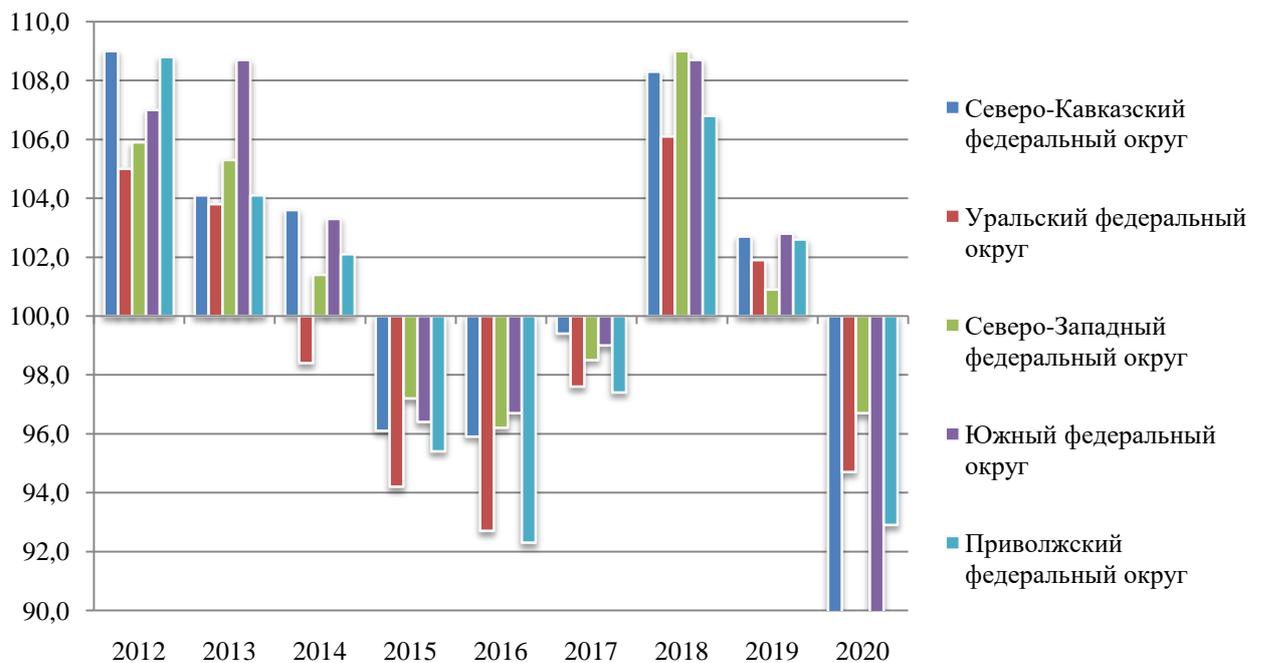


Рисунок 2.16 – Реальные доходы населения по федеральным округам, в % к предыдущему периоду

*Источник:* составлено автором по данным Росстат. Уровень жизни [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_-main/rosstat/ru/statistics/population-level/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_-main/rosstat/ru/statistics/population-level/#) (дата обращения: 22.08.2020).

Как видно на рисунке 2.16, Северо-Кавказский федеральный округ в 2016-2017 гг. демонстрирует резкое падение реальных доходов в сравнении со значительным ростом в предкризисные годы, что, безусловно, отразилось на заемщиках, которые получили ипотечные кредиты в период роста доходов и в период их сокращения могли оказаться в состоянии дефолта. В то же время прослеживается меньшее снижение доходов в федеральных округах с меньшими показателями дефолта. Данные 2020 года вызывают серьезные опасения, а в совокупности с другими негативными тенденциями становятся поводом для пристального внимания к кредитной политике банков.

Анализ воздействия соотношения невыполненных обязательств заемщика к стоимости залога (кредит/залог) на уровень кредитного риска этого кредита подтвердил выдвинутую гипотезу о влиянии на личную кредитоспособность заемщика, которая заключается в наибольшей вероятности признания заемщиком своего кредита дефолтным при оплате менее 50 % стоимости ипотечного кредита. То есть в случае, когда заемщик оказался в затруднительном финансовом положении он с большей долей вероятности откажется дальше выплачивать кредит, если сумма оставшейся задолженности будет превышать 50 % стоимости залога, и наоборот. При изучении автором выбранных пулов кредитов выявлено, что в первом пуле только 30 % дефолтных заемщиков выплатили более 50 % суммы основного долга. Во втором погасили еще меньше – 20 %. При этом практически 10 % и 30 % дефолтных заемщиков соответственно не выплатили даже 10 % от суммы основного долга. Это подтверждает выдвинутое предположение об обратной зависимости срока кредита и уровня его кредитного риска. Дисперсия данного показателя (в первом пуле – 0,0480087, во втором пуле – 0,027235687) и среднее квадратическое отклонение (0,2191089 и 0,165032382) демонстрируют большой разброс в первом пуле, а следовательно, и более высокий риск первого пула в части соотношения кредит/залог. Коэффициент вариации по данному показателю составил в первом пуле – 29 %, а во втором – 39 %.

Влияние процентной ставки по кредиту на уровень дефолта демонстрирует следующую закономерность: в первом пуле процентные ставки одинаковые у всех кредитов и зависимость выявить невозможно; во втором пуле закладных при колебании ставок от 8 до 11 % дефолты отсутствуют у кредитов со ставкой 8-8,9 %. Группа со ставкой 9-9,9 % показала 1,2 % дефолтных кредитов. Кредиты со ставкой 10-11 % ожидаемо имели большее количество проблемных кредитов (2,21 %), при этом в группе со ставкой 10-10,9 % был выявлен наибольший уровень дефолтных кредитов (2,81 %). Из этого следует, что указанная переменная имеет значительное влияние на кредитный риск ипотечного кредита. Коэффициент вариации по второму пулу составил 12 %. Следует отметить, что, начиная с 2017 года, клиенты банков все чаще (при этом неоднократно) стали обращаться к кредиторам с требованием уменьшения процентной ставки по ипотечному кредиту, используя свое право на снижение ставки вслед за изменением ключевой ставки Банка России. В случае кредита, не включенного в пул секьюритизируемых закладных, все процентные риски принимает на себя банк, но в случае включения таких кредитов в пул риски принимают на себя уже инвесторы. В этом случае нельзя говорить о нивелировании влияния кредитного и процентного рисков, так как, снижая ставку по кредиту, заемщик может автоматически считаться более благонадежным, а поток платежей по его кредиту однозначно будет снижаться.

Таким образом, с целью развития методик оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг, автором: во-первых, апробирована методика оценки вероятности дефолта ипотечного

кредита на данных реестра ипотечного покрытия; во-вторых, обозначены критические недостатки существующих методик оценки кредитного риска ипотечной секьюритизации, такие как фиксация цены заложенного имущества на весь срок кредитования и необходимость введения в анализ дополнительных параметров ипотечного кредита; в-третьих, разработаны показатели и алгоритм действий для модификации апробированной методики. Основываясь на величине дефолтов в выбранных пулах ипотечных активов, было выдвинуто предположение о растущем уровне кредитного риска выпущенных облигаций. Анализ одних из основных макроэкономических показателей (реальные доходы населения; уровень безработицы; стоимость залогового имущества; процентные ставки по ипотечным кредитам) подтвердил выдвинутое предположение о росте кредитного риска ипотечного покрытия. Исходя из этого, можно утверждать, что ипотечные ценные бумаги не являются абсолютно надежными. Следовательно, для устойчивого развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации необходим комплексный и многокритериальный подход к анализу, регулированию и контролю, который позволит решить выявленные проблемы:

- стабильно высокий уровень регулятивного риска процесса ипотечной секьюритизации;
- установленная взаимосвязь между стоимостью предмета залога и показателем доли потерь в случае дефолта обосновывает необходимость включения постоянного мониторинга отмеченного показателя в деятельность элементов инфраструктуры;
- выявлена необходимость модернизации существующих методик оценки уровня кредитного риска ипотечных ценных бумаг, обращающихся на рынке.

## ГЛАВА 3 ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

### 3.1 Алгоритм мониторинга стоимости ипотечных залогов в схемах оценки кредитного риска ипотечной секьюритизации

Наиболее важной особенностью ипотечного кредитования, по нашему мнению, является его двойственный характер. С одной стороны, объектом кредитования является недвижимость, которая обладает способностью удовлетворять базовую потребность населения (потребность в собственном жилье), имеет высокую стоимость и возможный рост в долгосрочной перспективе, продолжительный срок использования и строгую привязку к местоположению. С другой стороны, цель ипотечного кредитования – покупка или строительство недвижимости, которая будет являться залогом по этому кредиту. В результате использования такой формы залога (учитывая стоимость недвижимости в совокупности с заинтересованностью заемщика получить ее в собственность) ипотечный кредит считается наиболее надежным видом кредитования. Однако стоит понимать, что надежность сохраняется в условиях неизменности рыночной стоимости залога или ее роста, а также целостности заложенной недвижимости. По аналогии с этим аргументом имеет место утверждение о высокой надежности ипотечных ценных бумаг, так как в состав их покрытия входят ипотечные кредиты, обеспеченные недвижимостью. Здесь важно отметить, что так же, как у ипотечного кредита, основа надежности ипотечных ценных бумаг кроется в стоимости заложенной недвижимости. Именно поэтому мониторинг стоимости залога имеет важнейшее значение не только на стадии оформления кредита, но и на протяжении всего срока его существования.

Потребность включения периодического мониторинга стоимости залога в деятельность инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации обусловлена задачами, которые она призвана решать. Именно инфраструктура формирует сигналы для рынка, в данном случае эти сигналы должны быть направлены на информирование банков, инвесторов и регулятора об изменении важнейшей характеристики секьюритизированных активов – стоимость обеспечения.

Необходимость идентификации, оценки и минимизации кредитного риска обусловлены возможностью нанесения критического ущерба институтам инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации. Как таковой единой системы оценки уровня рисков ипотечных ценных бумаг или их кредитного риска в отдельности не существует. Процесс оценки рисков реализуется, как правило, через анализ ценных бумаг (методиками CAPM, Value-at-Risk и т.д.), либо анализ рис-

ков конкретного ипотечного кредита (кредитный скоринг, Credit metrics/Credit VaR и др.). Однако в процессе оценки кредитного риска также должны учитываться обозначенные ранее особенности ипотечного кредитования.

Нами в ходе исследования были учтены существующие наработки в этой области и применены в процессе уточнения схем оценки кредитного риска ипотечной секьюритизации. Разработанная модель предполагается к использованию тремя компонентами инфраструктуры: системой риск-менеджмента банка-оригинатора; АИЖК; регулятором рынка. За основу была принята модель оценки кредитного риска ипотечных кредитов А.М. Лозинской<sup>113</sup>, которая использует совокупность методов статистического и эконометрического анализа и базируется на данных российского рынка ипотечного кредитования, а также способна учитывать сразу несколько групп факторов (поведение заемщика, параметры кредита, макроэкономические факторы). В параграфе 2.3 данного диссертационного исследования методика была применена к двум пулам ипотечных кредитов. В результате модель позволила оценить степень влияния различных переменных на вероятность дефолта ипотечных кредитов, являющихся покрытием ипотечных ценных бумаг. Однако апробация выявила необходимость пересмотра структуры и иерархии компонентов анализа при применении данной модели.

Параметры используемой методики выстраиваются в следующую иерархию компонентов согласно рассчитанным во второй главе весовым коэффициентам:

- 1) рыночная стоимость залога (весовой коэффициент – 5,31 усл. ед.);
- 2) сумма кредита (весовой коэффициент – 4,41 усл. ед.);
- 3) размер платежа (весовой коэффициент – 3,62 усл. ед.);
- 4) полный срок кредита (весовой коэффициент – 0,25 усл. ед.);
- 5) кредит/залог (весовой коэффициент – 0,14 усл. ед.);
- 6) месторасположение (федеральный округ) (весовой коэффициент – 0,05 усл. ед.);
- 7) величина % ставки (весовой коэффициент – 0,02 усл. ед.);
- 8) площадь объекта (весовой коэффициент – 0,01 усл. ед.).

Для увеличения прогнозной способности модели автором были введены следующие компоненты, расположенные в соответствии с рассчитанной степенью влияния на вероятность риска дефолта ипотечного кредита:

- 1) неисполнение основного долга (руб.) (весовой коэффициент – 4,32 усл. ед.);
- 2) неисполнение процентного долга (руб.) (весовой коэффициент – 4,26 усл. ед.);
- 3) количество лет до погашения обязательства (весовой коэффициент – 0,25 усл. ед.);
- 4) % исполнения процентного долга (весовой коэффициент – 0,20 усл. ед.);

---

<sup>113</sup> Лозинская, А.М. Оценка кредитного риска при ипотечном жилищном кредитовании: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лозинская Агата Максимовна. – Москва, 2015. - 226 с.

5) % исполнения основного долга (весовой коэффициент – 0,13 усл. ед.).

Объединяя результаты полученных весовых коэффициентов, следует признать, что не следует базироваться исключительно на количественном анализе корреляционных и регрессионных результатов. Поэтому полученную иерархию компонентов следует критически оценить с позиции накопленных в экономической науке фундаментальных теорий. Так, к примеру, местонахождение объекта залога имеет более значимое влияние, нежели нами ранее присвоенная ему в результате корреляционно-регрессионного анализа одиннадцатая позиция. В зависимости от региона, где находится объект недвижимости, будут существенно различаться процессы изменения цены залога и ликвидности (на это влияет различная покупательная способность населения, условия кредитования в регионе, престижность и перспективность региона и т.д.). При этом, чем более диверсифицирован пул, тем надежнее поток платежей защищен от чрезвычайных (засуха, неурожай, пожары и пр.) и других негативных ситуаций (сокращение рабочих мест и т.п.), происходящих в регионе.

Введенные нами *дополнительные* компоненты «Неисполнение основного/процентного долга (в руб.)» показали высокую степень влияния на вероятность дефолта. Это подтверждает необходимость совершенствования методики и включения данных компонентов в анализ. Высокую степень влияния обуславливает двойная природа этих показателей. С одной стороны, в начале выплат заемщик может осознать тяжесть кредитного бремени для себя (особенно, если это первый кредит для него) или столкнуться с финансовыми трудностями и отказаться от дальнейших выплат по кредиту. А с другой – значительное влияние оказывают личностные мотивы заемщика, который сделает все возможное, не смотря на финансовые затруднения, чтобы выплатить остаток ипотечного кредита, в случае если большая часть уже уплачена. При этом дублирующий компонент (% исполнения основного/процентного долга) по содержанию, но выраженный в процентном соотношении показал низкую степень влияния и, по мнению автора, может быть исключен. Следует сохранить эти компоненты только в стоимостном выражении, т.к. они показывают существенную зависимость, и в целом дают большее понимание остаточной суммы задолженности заемщика.

Еще один введенный нами показатель «Площадь объекта» отобразил включение в пул так называемых «инвестиционных квартир». Такие объекты недвижимости представляют долгосрочное вложение средств, как правило, для сдачи в аренду или сохранения капитала. Кредитам такого рода следует уделять большее внимание при управлении кредитным риском, поскольку в случае финансовых затруднений данный заемщик с большей долей вероятности откажется от кредитных обязательств. В анализируемых пулах кредитов подобных выявлено не более 5 %, поэтому коэффициент, присвоенный этому компоненту, оказался не высоким, но исключать его из методики не следует.

Показатель «кредит/зalog» имеет наибольшую значимость для банка-оригинатора в процессе секьюритизации, так как может существенно влиять на скорость реализации залога и сам банк имеет возможность скорректировать свою кредитную политику для изменения данного показателя. К примеру, чем выше стоимость залога превышает сумму кредита, тем больше у банка возможности снизить цену реализации залога и не потерять сумму, выданную в кредит. С другой стороны, у заемщика отсутствуют мотивы к оформлению кредита со слишком низким показателем «кредит/зalog». Обобщая сделанные замечания, предлагается пересмотреть структуру и иерархию компонентов следующим образом:

- 1) рыночная стоимость залога (весовой коэффициент – 5,31 усл. ед.);
- 2) неисполнение основного долга (руб.) (весовой коэффициент – 4,41 усл. ед.);
- 3) неисполнение процентного долга (руб.) (весовой коэффициент – 3,62 усл. ед.);
- 4) месторасположение (федеральный округ) (весовой коэффициент – 0,29 усл. ед.);
- 5) кредит/зalog (весовой коэффициент – 0,25 усл. ед.);
- 6) сумма кредита (весовой коэффициент – 0,23 усл. ед.);
- 7) полный срок кредита (весовой коэффициент – 0,17 усл. ед.);
- 8) размер платежа (весовой коэффициент – 0,13 усл. ед.);
- 9) количество лет до погашения обязательства (весовой коэффициент – 0,09 усл. ед.);
- 10) величина %-ой ставки (весовой коэффициент – 0,05 усл. ед.);
- 11) площадь объекта (весовой коэффициент – 0,01 усл. ед.).

Полученная система компонентов формирует базу для модифицированной модели оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов. Следовательно, принципиальная схема оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов представлена на рисунке 3.1.



Рисунок 3.1 – Постановочная схема методики оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов

Источник: разработано автором на основе<sup>114</sup>.

1 этап. Сбор необходимой информации для анализа включает в себя поиск и оформление данных об ипотечном покрытии выпуска обеспеченных ценных бумаг, а также статистические данные экономик регионов, которые представлены в пуле. В современных условиях российского рынка ипотечной секьюритизации данный этап относится к наиболее проблемным по ряду причин: отсутствие единых стандартов к эмиссионной документации выпуска; различные форматы предоставления реестров ипотечного покрытия (далее – РИП); отсутствие единой базы сбора необходимой информации и стандартизации. Указанные проблемы требуют скорейшего решения с точки зрения инфраструктуры и будут рассмотрены подробнее в параграфе 3.3. Но,

<sup>114</sup> Лозинская, А.М. Оценка кредитного риска при ипотечном жилищном кредитовании: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лозинская Агата Максимовна. – Москва, 2015. - 226 с.

несмотря на трудозатратность сбор информации в сложившихся условиях осуществим и возможен на ежемесячной основе.

2 этап. Проведение корреляционно-регрессионного анализа компонентов с целью определения степени влияния каждого параметра на вероятность дефолта ипотечных кредитов, включенных в состав покрытия. На основе полученных степеней влияния формируется уравнение регрессии для выбранного пула. Искомые степени влияния выражаются коэффициентами корреляции при каждом параметре, полученными в уравнении регрессии.

3 этап. Найденное уравнение регрессии применяется к каждому ипотечному кредиту, а затем результаты объединяются по всему пулу для интерпретации полученных результатов.

Применение разработанной методики позволило определить вероятность дефолта каждого анализируемого кредита и сделать общий вывод о состоянии ипотечного покрытия на рассматриваемую дату. Апробация подтвердила возможность применения модели на данных, содержащихся в пуле ипотечного покрытия, и ее высокую прогнозную способность. Однако эта методика, как и другие отмеченные нами во второй главе (методики ЦБ РФ, АИЖК, MILAN, Национального расчетного депозитария, Н.И. Берзона и В.В. Мезенцева, А.М. Порошиной, Д. Фантаццини), принимает за постоянную величину первоначальную стоимость заложенного имущества (компонент методики: *рыночная стоимость залога* –  $x_1$ ), рассчитанную на момент оформления кредита. Этот факт является существенным недостатком всех рассматриваемых подходов и снижает достоверность результатов таких оценок. В результате данная методика не позволяет быстро реагировать на динамическое изменение рыночной конъюнктуры, что лишает возможности применения предмета залога как эффективного способа обеспечения кредита.

Исследования, посвященные изучению влияния стоимости залога на уровень кредитного риска, в большей степени актуализируются в предкризисные периоды, когда большие объемы кредитования перегревают экономику, а затем сменяются кризисом и снижением цен на недвижимость. Наблюдаемый рост ипотечного кредитования в России неизбежно оказывает влияние на стоимость недвижимости, создавая повышающийся спрос. Поэтому постоянный контроль уполномоченными сотрудниками банка-оригинатора (кредитными инспекторами/специалистами по оценке заложенного имущества и т.п.) за изменением *стоимости залога* и своевременное реагирование являются наиболее эффективными мерами снижения кредитного риска. С целью устранения названных проблем модели нами предлагается введение в схему оценки кредитного риска этапа мониторинга стоимости ипотечных залогов.

В первую очередь к базисным принципам надежности ипотечных кредитов относится утверждение о сохранности стоимости заложенного имущества, а в долгосрочной перспективе ее рост. На основе этого предположения можно утверждать, что стоимость заложенного иму-

щества составляет основу сохранения кредитного риска на заданном уровне, а оценка этой стоимости представляет собой важнейший элемент для определения уровня кредитного риска.

В настоящее время первоначальная оценка залога, согласно федеральному стандарту оценки ФСО № 7<sup>115</sup>, проводится тремя подходами: сравнительным, доходным или затратным. Как правило, при определении стоимости жилой недвижимости не используются доходный (т.к. чаще всего объекты предназначены для собственного проживания или не раскрывается истинное назначение объекта) и затратный подходы (расходы на строительство не отражают адекватно реальную стоимость объекта). Первоначальная оценка предмета залога практически всегда осуществляется сравнительным методом. Но в ситуации, когда объект недвижимости уже находится в ипотечном покрытии, применение и сравнительного метода на постоянной основе является весьма трудо- и материально затратным. Однако с точки зрения контроля над уровнем кредитного риска предпочтительна ежегодная корректировка стоимости заложенного имущества на основе отчета квалифицированного оценщика. Являясь элементом инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, оценочные компании выполняют информационную функцию, предоставляя сведения об уровне обеспеченности ипотечных кредитов в первую очередь кредитору, который в этом случае имеет возможность быстрее и эффективнее отреагировать на изменения. По мнению автора, для того, чтобы модель оценки отражала как уровень кредитного риска ипотечного кредита, так и реальную стоимость залога, необходимо учитывать следующие факторы:

- экономические условия жизни населения в регионе. Подразумевает влияние спроса населения на приобретение жилой недвижимости за счет собственных или кредитных средств;
- внутридомовая (закрытая парковка, консьерж, видеонаблюдение, огороженная территория, спортивные площадки и т.д.) и внешняя (транспортная, культурная, образовательная, социальная, потребительская и т.д.) инфраструктура объекта;
- износ и близость/возможность капитального ремонта;
- лёгкость реализации/изъятия залогов. к примеру, имущество, оформленное в кредит по специальным или государственным программам зачастую трудно изымаемое (программа «молодая семья» - прописанные несовершеннолетние дети и единственное жилье для семьи) или труднореализуемое (программа «военная ипотека» - квартира в военном городке);
- индивидуальные преимущества или недостатки. Характеристика объекта (этаж, перекрытия, площадь, тип строения и т.д.), а также сюда может относиться специфический параметр, редко встречающийся на рынке, но влияющий на рыночную стоимость конкретного объекта (сад на крыше, собственный вход в многоквартирном доме и т.д.);

---

<sup>115</sup> Приказ Минэкономразвития России от 25 сентября 2014 г. № 611 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)» (ред. 25.09.2014) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 11.04.2018).

- экологическая обстановка (близость промышленных объектов, свалок, мусоросжигательных заводов);
- престиж местоположения. Близость и назначение других строений (вид из окна), наличие водоёмов, зелёных зон, обустроенных мест для отдыха.

Обозначенные факторы имеют возможность изменяться со временем и обязательно должны оцениваться в динамике. Для функционирования новой модели оценки кредитного риска ипотечной секьюритизации автором разработан алгоритм мониторинга колебаний стоимости залога. С целью внедрения алгоритм мониторинга реальной стоимости залога в методику оценки пула ипотечных кредитов необходимо включить в анализ данные, которые отражали бы влияние названных факторов на современную стоимость залога. В связи с этим автором предлагается введение *корректировочного коэффициента*, применяемого к первоначальной стоимости заложенного имущества, включенного в состав ипотечного покрытия. Границы корректировочного коэффициента предлагается ограничить значениями от 0 (означает снижение рыночной стоимости до минимального значения, что чаще всего связано с чрезвычайными ситуациями, в результате которых заложенное имущество полностью повреждается) до 2 (указывает на превышение текущей стоимости над первоначальной в два или более раза). При значении 1 – стоимость имущества полностью соответствует исходной цене, указанной в договоре ипотеки и никак не влияет на изменение уровня кредитного риска пула ипотечных кредитов.

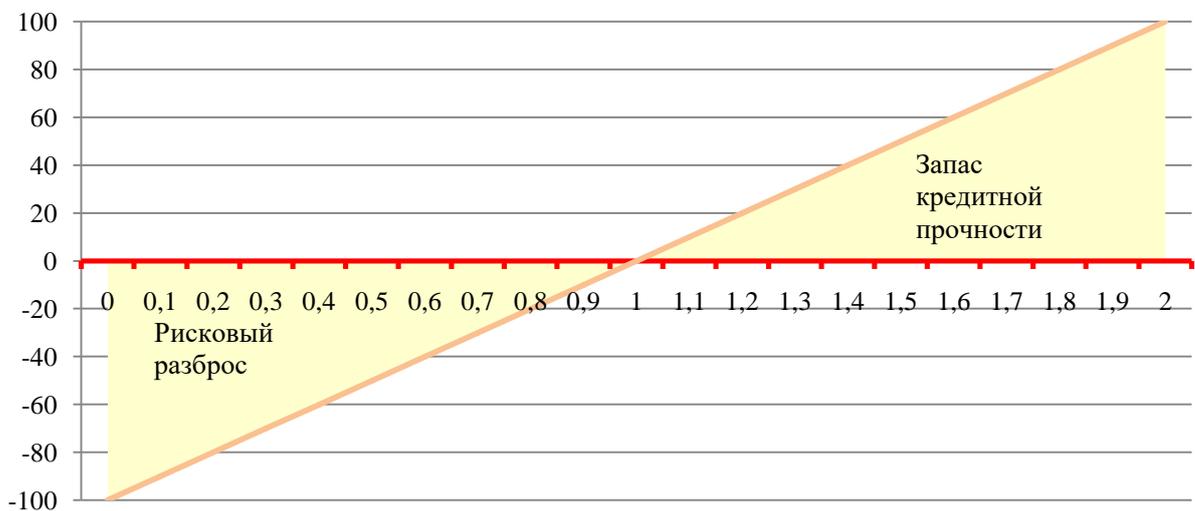


Рисунок 3.2 – Границы корректировочного коэффициента (вертикальная ось – изменение стоимости залога, в % к первоначальной стоимости; горизонтальная ось – значение корректировочного коэффициента, в усл. ед.)

Источник: составлено автором и опубликовано <sup>116</sup>.

<sup>116</sup> Потомова, С. А. Роль мониторинга стоимости заложенной недвижимости в процессе секьюритизации ипотечных активов / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2020. – №1. – С. 35-49.

Чаще всего изменение цены происходит в меньшую сторону, так как помимо рыночных законов имущество физически и морально изнашивается. Хотя в долгосрочной перспективе участниками рынка всегда ожидается рост стоимости недвижимости. Поэтому верхняя граница повышения цены, установленная на уровне 200 %, не является конечной, но необходима для корректных расчетов. Полученный коэффициент сможет корректировать имеющуюся стоимость залога в большую или меньшую сторону. При понижающем коэффициенте ( $k < 1$ ) стоимость заложенного имущества снизится, и разница между первоначальной стоимостью и скорректированной признается рисковым разбросом, который необходимо компенсировать. Для восполнения возникшего разброса необходимо активно применять инструменты снижения кредитного риска, имеющиеся в арсенале субъектов инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации. К таким инструментам относятся: страхование рисков; формирование резервного счета или спред-счетов (средства для их формирования образуются за счет разницы между потоком платежей по кредитам, лежащим в основе покрытия, и выплатами по привлеченной кредитной линии до выпуска ценных бумаг); метод ускоренной амортизации на этапе предоставления кредитной линии SPV для выкупа пула кредитов у originатора, довыпуска ценных бумаг и увеличения процентной ставки по кредитной линии; банковские гарантии; твердые кредитные линии; аккредитивы<sup>117</sup>. В обратной ситуации ( $k > 1$ ) образуется запас кредитной прочности. Он позволяет сгладить негативные колебания других неблагоприятных факторов риска.

Так как оценка заложенного имущества в настоящее время не проводится на постоянной основе специалистами банка, актуализируется необходимость введения такого элемента инфраструктуры как специалиста по оценке заложенного имущества. Его должностные обязанности могут быть сформированы в соответствии с профессиональным стандартом «Специалист в оценочной деятельности», утвержденный приказом Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации от 26.11.2018 № 742н<sup>118</sup>. Корректировочный коэффициент предлагается сформировать на основе следующих показателей:

1. индекс реальных располагаемых денежных доходов населения в регионе ( $a_1$ );
2. индекс цен на вторичном рынке недвижимости в регионе ( $a_2$ );
3. степень износа здания ( $a_3$ );
4. изменение стоимости предложения недвижимости вблизи 300 м., согласно данным интернет-порталов продажи недвижимости (авито, циан, юла и т.д.) ( $b_1$ );

<sup>117</sup> Потомова, С. А. Классификация рисков секьюритизации активов и механизмы их снижения / С. А. Потомова // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Серия: Экономика. Изд-во Волгоградского филиала ФГБОУ ВО РАНХиГС, Волгоград. – 2016. – № 1. – С.84-88.

<sup>118</sup> Приказ Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации от 26.11.2018 № 742н «Об утверждении профессионального стандарта «Специалист в оценочной деятельности» [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 11.07.2018).

5. степень влияния индивидуальных особенностей дома и придомовой территории (появление шлагбаума, окраска фасада здания, установка площадки для мусорных контейнеров под окнами и т.д.) ( $b_2$ );

6. влияние наступления чрезвычайной ситуации, снижающей стоимость объекта недвижимости, выраженное через долю нанесенного ущерба ( $c$ ).

Коэффициент предлагается рассчитывать на основе количественных ( $a_1, a_2, a_3, c$ ) и качественных ( $b_1, b_2, c$ ) показателей. Из-за особенностей формирования рыночной цены жилой недвижимости невозможно оценить ее изменение исключительно количественными показателями. Они отражают лишь вектор направления цен. Так, показатели  $a_1$  и  $a_2$  это макроэкономические показатели состояния покупательной способности населения в исследуемом регионе. Эти данные специалист, занятый оценкой современной стоимости залога, получает на сайте Росстата (<http://www.gks.ru/>) и использует без какой-либо корректировки. Показатель  $a_3$  базируется на данных паспорта объекта, а степень износа может быть рассчитана при помощи сборников укрупненных показателей восстановительной стоимости зданий и сооружений для переоценки основных фондов, размещаемых в сети Интернет (к примеру: <https://upvs-online.ru>)<sup>119</sup>.

Качественные показатели в большей степени отражают изменения стоимости, но имеют субъективную сторону оценки. Так как цена на жилую недвижимость складывается из множества факторов, обозначенных нами ранее, то предлагается разделить их на относящиеся непосредственно к территории дома и на близлежащие, влияющие на стоимость окружающих объектов. Важно отметить, что степень и направление влияния (увеличивает стоимость или снижает) настолько индивидуальны, что у специалиста по оценке появляется необходимость рассматривать каждый объект залога в отдельности.

Влияние показателя «Изменение стоимости предложения недвижимости вблизи 300 м., согласно данным интернет-порталов продажи недвижимости ( $b_1$ )», отражает изменения окружающей среды. Положительное влияние будут оказывать: строительство магазина, подъездной дороги, школы, детского сада; установление освещения; обустройство парка, водоема, зоны отдыха; строительство метро; появление близко расположенного маршрута общественного транспорта и т.д. Снижение цены могут вызвать следующие события: строительство завода, очистных сооружений, крупного торгового центра, жилого дома, спортивно-дрессировочной площадки для собак в очень близком соседстве с объектом залога; размещение оживленной дороги/трассы; близкое расположение специализированных медицинских учреждений (туберкулезный диспансер) и т.д. Перечисленные события влияют на стоимость сразу нескольких близле-

<sup>119</sup> Сборники укрупненных показателей восстановительной стоимости зданий и сооружений для переоценки основных фондов [Электронный ресурс] // УПВС Онлайн - Электронная версия. – Режим доступа: <https://upvs-online.ru/upvs-sborniki-ukrupnennyh-pokazatel/sbornik-28-zhilye-obshhestvennye-i-kommunalnye-zdaniya-bytovogo-obsluzhivaniya/otdel-i-zhilye-zdaniya/1-zhilye-zdaniya-s-polnometrazhnymi-kvartirami/tablica-37-zhilye-zdaniya-dvenadcatjetazhnye-kirpichnye-s-podvalom/> (дата обращения: 22.05.2019)

жащих жилых домов. Специалисту по оценке достаточно будет отследить изменение стоимости удаленно при помощи сайтов продажи недвижимости и карт. Полученное значение изменения цены переводится в процентное отношение к первоначальной стоимости залога.

Показатель «Степень влияния индивидуальных особенностей дома и придомовой территории» отражает изменения, связанные непосредственно с самим домом и его придомовой территорией и могут быть оценены специалистом только при личном посещении объекта. Приводить к росту стоимости жилья будут такие условия как: появление шлагбаума, закрытой территории, видеонаблюдения, детской площадки и т.д. Снижать стоимость будут: разрушение фасада и внутренней отделки общедомовых помещений, разрушение инженерных сетей (постоянные перебои с электроэнергией, водоснабжением), уменьшение количества парковочных мест и т.д. Определение значения показателя происходит на основе экспертного мнения специалиста и переводится в количественное значение аналогично самому корректировочному коэффициенту.

Особенностью показателей  $b_1$  и  $b_2$  является невозможность выстраивания жесткой иерархии влияния и их значимости. Так строительство магазина рядом с домом может как повысить цену, если это будет небольшой продовольственный магазин, так и существенно снизить, если это будет круглосуточный строительный гипермаркет. Следовательно, только анализ совокупности факторов во взаимосвязи может показать реальную динамику стоимости заложенного имущества. При этом следует обозначить иерархию влияния показателей коэффициентов при помощи присвоения им весовых показателей.

Разрабатывается целесообразность включения в данный коэффициент такого показателя как «Индекс качества городской среды»<sup>120</sup>, что позволит сравнивать между собой регионы и выявлять проблемные места для точечного воздействия государственных структур. Индекс включает в себя 36 показателей, отражающих уровень комфорта для жизни человека. В теории индекс вполне отражает необходимые для нашей методики тенденции, но следует дождаться апробации для принятия решения о целесообразности его использования.

При проведении анализа выбранные сведения переводятся в единый корректировочный коэффициент при помощи присвоенного каждому показателю его весового параметра, наделенного на основе установленной нами иерархии показателей. При этом данный мониторинг не отрицает необходимости в ежегодном (расширенном) мониторинге, проводимом оценочной компанией. Отчет оценщика по результатам проверки уже сам по себе имеет вывод о стоимости предмета залога и не требует перевода в коэффициент. Каждому ипотечному кредиту соответствует свой корректировочный коэффициент. В общем виде преобразование в коэффициент происходит с использованием формулы, составленной автором:

---

<sup>120</sup> Распоряжение Правительства Российской Федерации от 23 марта 2019 г. № 510-р «Об утверждении Методики формирования индекса качества городской среды» (ред. 23.03.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 15.06.2019).

$$Kk = 0,5a_1 + 0,15a_2 + 0,10a_3 + 0,3b_1 + 0,4b_2 - c \quad (3.1)$$

где:  $Kk$  – корректировочный коэффициент;

$a_1$  – индекс реальных располагаемых денежных доходов населения в регионе;

$a_2$  – индекс цен на вторичном рынке недвижимости в регионе;

$a_3$  – степень износа здания;

$b_1$  – изменение стоимости предложения недвижимости вблизи 300 м., согласно данным интернет-порталов продажи недвижимости (авито, циан, юла и т.д.);

$b_2$  – степень влияния индивидуальных особенностей дома и придомовой территории (появление шлагбаума, окраска фасада здания, установка площадки для мусорных контейнеров под окнами и т.д.);

$c$  – влияние наступления чрезвычайной ситуации, снижающей стоимость объекта недвижимости, выраженное через долю нанесенного ущерба.

Данная методика оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов предлагается для раннего выявления негативных тенденций и своевременного принятия управленческих решений. Автором предлагается введение предупреждающих индикаторов риска для определения момента инициации периодической оценки уровня кредитного риска пула.

Таблица 3.1 – Предупреждающие индикаторы риска изменения рыночной стоимости залога

Индикатор	Источник информации	Сигнальные значения
Индекс цен на вторичном рынке недвижимости	Росстат	$\geq 0,05$ п.п.
Индекс реальных располагаемых денежных доходов населения	Росстат	$\geq 0,05$ п.п.
Критические изменения в законодательстве (запрет на реализацию определенного вида имущества, увеличение налогооблагаемой базы по налогу на имущество)	Ответственная подструктура банка; Справочно-правовые системы	Изменение утверждено, еще не вступило в силу.
Достижение определенного «возраста» заложенного имущества	Паспорт объекта	$\geq 25$ лет, затем каждые пять лет
Приближение капитального ремонта	Утвержденная программа капитального ремонта	До проведения работ меньше 1 года, затем сигнал по окончании ремонта
Изменение внешней инфраструктуры (строительство школы, торгового центра, завода, расчистка оврагов)	Новостные ленты; Сообщения от заемщика	Утвержден проект, начато строительство/очистка и т.п.
Чрезвычайные ситуации, стихийные бедствия	Новостные ленты	Объявлена чрезвычайная ситуация

Источник: разработано автором на основе <sup>121</sup> и опубликовано <sup>122</sup>.

<sup>121</sup> Русанов, Ю. Ю. Банковский риск-менеджмент: теоретические проблемы и практика становления и развития в России: автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10 / Русанов Юрий Юрьевич. – Москва, 2005. – 41 с.

Выявление обозначенных индикаторов представляет собой сигналы для пользователя методики о необходимости запуска процесса проведения оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов. При обнаружении сигнала требуется качественная оценка пользователя для определения степени переоценки предмета залога (решение о необходимости заказа полного отчета оценщика). Такая система является более результативной, чем периодический анализ и она позволяет сократить затраты на проведение оценки.

Таким образом, алгоритм мониторинга стоимости ипотечных залогов можно схематично представить следующим образом (Рисунок 3.3):



Рисунок 3.3 – Алгоритм мониторинга стоимости ипотечных залогов

Источник: составлено автором и опубликовано <sup>123</sup>.

Разработанный автором алгоритм мониторинга имеет перспективы включения и в другие схемы оценки кредитного риска. Единственным ограничением применения алгоритма является необходимость доступа к точному адресу местонахождения залога. Данная проблема может быть решена при помощи наделения обязанностями банков-оригинаторов по расчету корректировочного коэффициента и передаче сведений владельцу закладных.

<sup>122</sup> Потомова, С. А. Роль мониторинга стоимости заложенной недвижимости в процессе секьюритизации ипотечных активов / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2020. – №1. – С. 35-49.

<sup>123</sup> Там же.

Таким образом, нами предлагается включение алгоритма оценки реальной стоимости залога в схему оценки кредитного риска, который примет следующий вид (Рисунок 3.4):



Рисунок 3.4 – Методика оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов с учетом коэффициента реальной стоимости залога и периодическим мониторингом предупреждающих индикаторов

Источник: разработано автором.

*1 этап.* Проведение мониторинга изменения предупреждающих индикаторов с периодичностью не реже 1 раза в месяц.

*2 этап.* При подтверждении срабатывания предупреждающего индикатора происходит сбор необходимой информации для расчета корректировочного коэффициента.

*3 этап.* На основе полученных данных осуществляется расчет корректировочного коэффициента стоимости залога по каждому кредиту, включенному в состав ипотечного покрытия.

Далее коэффициент применяется к первоначальной стоимости залога соответствующего кредита (или если корректировка уже производилась – к скорректированной ранее стоимости), а затем полученная стоимость сравнивается с указанной в РИП и рассчитывается разница между ними. Уже на данном этапе будет видна потребность в дополнительных мерах кредитной поддержки, если большая часть кредитов будет иметь понижающий коэффициент.

*4 этап.* Данные  $i$ -того ипотечного кредита используются в уравнении регрессии и рассчитывается уровень его кредитного риска. Если пул анализируется впервые - проводится корреляционно-регрессионный анализ выбранных параметров с целью определения степени влияния каждого параметра на вероятность дефолта ипотечных кредитов, включенных в состав покрытия. Формирование уравнения регрессии для каждого пула в отдельности необходимо в ситуации разрозненности и бессистемности информационной базы. В дальнейшем после решения названных проблем и включения в выборку большего числа реестров данный этап следует упростить и применять вновь сформированное универсальное уравнение регрессии.

*5 этап.* Суммируются значения дефолтов по каждому кредиту и делается общий вывод о суммарном кредитном риске пула ипотечных активов.

С целью апробации авторской методики был выбран объект недвижимости, являющийся залогом по ипотечному кредиту, который был включен в реестр ипотечного покрытия «Выпуск 2». Адрес объекта: Россия, Волгоградская область, город Волгоград, Коммунистическая улица, 54. Площадь объекта: 42,7 м<sup>2</sup>, стоимость на момент заключения договора ипотечного кредита – 2230000 руб., дата заключения договора – 03.04.2014 г. Для определения современной стоимости заложенной недвижимости был использован разработанный автором алгоритм. Причиной для инициации анализа современной стоимости стал индикатор «Изменение внешней инфраструктуры», а точнее строительство в непосредственной близости нового жилого комплекса «Гринвич». Для определения текущей стоимости был рассчитан корректировочный коэффициент, который принял следующий вид:

$$K_k = 0,05 \cdot 1,24 + 0,15 \cdot 1,03 + 0,10 \cdot 0,9 + 0,30 \cdot 0,85 + 0,40 \cdot 0,95 - 0 = 0,9415 \quad (3.1.1)$$

Рыночная стоимость жилья, принимаемая для расчета ипотечного покрытия, соответственно должна быть равна: 2230000\*0,9415=2099545 руб. При этом совокупность таких факторов как: строительство нового дома «окно в окно», потеря придомовой территории, парковочных мест и детской площадки, а также затяжные строительные работы – оказали более весомое негативное влияние на стоимость недвижимости, чем такие макроэкономические факторы как значительный рост реальных доходов населения в Волгоградской области и рост стоимости вторичной недвижимости. Данный пример еще раз подтверждает необходимость введения этапа корректировки первоначальной стоимости недвижимости.

Разработанную автором методику предполагается внедрить в работу следующих компонентов инфраструктуры:

1 – Методика внутреннего мониторинга рисков банка-оригинатора. Данный сценарий может дополнительно включать в набор анализируемых параметров, таких как социально-демографические характеристики заемщиков. Зная особенности своих ценных бумаг, банк имеет возможность расширить прогнозную способность данной модели. Особое значение в этом сценарии отдается предупреждающим индикаторам и анализу рыночной стоимости залога. Для индикаторов существует значительный потенциал к расширению и уточнению экстремумов. Рыночная стоимость в данном сценарии принимается за индикатор, сигнализирующий о необходимости и ориентировочных объемах использования мер кредитной поддержки.

2 – Методика АИЖК. Контроль над уровнем кредитного риска является неотъемлемой частью Агентства как проводника государственной политики на рынке ипотеки. Единая и общедоступная модель оценки сформирует предпосылки к повышению доверия к таким ценным бумагам, а контроль со стороны государственной корпорации повысит уровень надежности процесса секьюритизации.

3 – Методика регулятора. Предлагается внедрение данной методики в деятельность Банка России по надзору за обращающимися на рынке ипотечными ценными бумагами. В данной схеме в дополнение ко второму сценарию подразумевается введение нормативных показателей уровня кредитного риска и ответственность за их нарушение.

Вместе с тем, предлагаемая авторская методика оценки, однозначно, нуждается в разработке статистической базы ретроспективной информации, так как наиболее эффективные методики строятся именно на апостериорных данных, а также может быть скорректирована в зависимости от доступности тех или иных показателей. Внедрение данной модели в деятельность институтов инфраструктуры будет способствовать повышению эффективности взаимодействия всех элементов, так как сделает инструменты ипотечной секьюритизации понятнее, прозрачнее и доступнее. Таким образом, предложенный алгоритм позволяет развить инструментарий инфраструктурных элементов рынка ипотечной секьюритизации в области мониторинга кредитного риска, который позволяет: оценить уровень кредитного риска пула ипотечного покрытия; скорректировать уровень кредитного риска в зависимости от изменения реальной стоимости заложенного имущества, входящего в реестр ипотечного покрытия; показать стоимостное выражение разницы между первоначальной ценой заложенного имущества и реальной, и выявить объемы требуемой кредитной поддержки.

### **3.2 Развитие институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации**

Главная функция инфраструктуры состоит в объединении и обеспечении взаимодействия участников рынка в рамках единой системы. Правила и формы организации, порядок, виды, условия осуществления сотрудничества в рамках рынка формируют институциональную инфраструктуру. Стремительно меняющиеся потребности рынка ипотечной секьюритизации носят все более сложный и многофункциональный характер. Трансформация рынка требует развития инфраструктуры и появления новых институтов, способствующих формированию современной и наполненной обслуживающей системы.

Правовое поле ипотечной секьюритизации представляет собой неотъемлемую часть инфраструктуры и находится в постоянном взаимодействии с каждым элементом рынка и всей инфраструктурой в целом. При этом, как и правовое поле влияет на институты инфраструктуры, так и институциональная инфраструктура воздействует на правовое поле. С одной стороны, контрольно-надзорные органы должны учитывать потребности инфраструктуры рынка и решать возникающие проблемы при помощи реализации своих полномочий. Так и с другой стороны – для корректной работы системы все участники должны соблюдать нормы и требования в сформированном правовом поле. Последствиями нарушения данного баланса является возникновение рисков и потребности в трансформации существующих институтов.

Поскольку одним из компонентов инфраструктуры является правовое поле, мы утверждаем, что все элементы инфраструктуры находятся непосредственно в зоне реализации регулятивного риска, формирование и усиление которого строится на влиянии некоторых факторов. Их условно можно разделить на эндогенные и экзогенные.

К эндогенным факторам формирования риска можно отнести: отсутствие адекватной структуры персонала и иерархии; игнорирование принципа законопослушания в деятельности организации; назначение на управляющие должности специалистов, не владеющих необходимыми навыками или привлечение иностранных специалистов, не имеющих достаточных знаний о внутристрановой специфике; отсутствие контроля за изменениями правового поля организации.

К экзогенным факторам относятся: независимость и неподконтрольность специализированных органов банковского надзора; установление противоречивых регулятивных требований между различными надзорными структурами (ЦБ РФ, МинФин РФ, ФНС, Минэкономразвития РФ, АСВ, МЧС, ФСО, ФСБ, суды, архитектурные, трудовые, пожарные санитарные, экологические и иные службы и инспекции) и между уровнями правовой инфраструктуры (ЦБ

РФ/Минэкономразвития РФ; АСВ/Минфин РФ; МЧС/ФСБ и т.д.); внедрение неадаптированного зарубежного опыта в методики, рекомендации и основания для принятия решений надзорными органами.

Проявление названных факторов требует серьезных усилий со стороны банков-оригинаторов для противодействия и минимизации последствий реализации рисков. К таким последствиям для рынка ипотечной секьюритизации следует отнести:

- материальные: необходимость досоздания резервов для соответствия всем нормативным требованиям, оплата дополнительных юридических консультаций, отказ от включения в пул активов определенных кредитных договоров (к примеру, с первоначальным взносом менее 30 %, с процентной ставкой ниже определенного порога и т.д.);

- финансовые: потери организаторов сделки от уплаты штрафов, отказ от сделки из-за невозможности соответствия требованиям, нарушение потока платежей, вынужденное досрочное погашение выпуска, полный дефолт транша/выпуска/SPV/банка-оригинатора;

- моральные: появление заведомо ложных сведений о параметрах сделки, подмена понятий и смещение информации;

- репутационные: потеря инвестиционной привлекательности выпущенных ценных бумаг, отказ контрагентов или участников инфраструктуры от сотрудничества.

Проблема изменчивости правового поля секьюритизации в России, определенно, еще долгое время будет оставаться наиболее актуальной для институтов инфраструктуры. Адаптация к таким условиям функционирования может строиться на смене иерархии и развитии института АИЖК. Потребность инфраструктуры в совершенствовании именно данного института обусловлена несколькими причинами.

Во-первых, глобальной проблемой рынка ипотечной секьюритизации в России является дублирование функций между институтом инфраструктуры и субъектами регулирования и контроля. Один из примеров такого дублирования представляет ситуация при разработке и внедрении единых стандартов оценки заемщика и выдачи ипотечных кредитов. Так, Банком России активно продвигается позиция внедрения кредитного рейтинга при оценке его кредитоспособности и дальнейших условий кредитования. АИЖК, в свою очередь, разрабатывает стандарты процедуры выдачи ипотечного кредита, а к оценке кредитоспособности предлагает подходить наоборот более индивидуально, учитывая не только экономические, но и личностные факторы заемщика. С позиции контроля существует аналогичная ситуация. Банк России - нормативно закреплённый контролер сделок и участников секьюритизации, активно выполняющий эти функции, особенно с точки зрения контроля установленных им нормативов. Однако, по мнению автора, им явно игнорируется целостный анализ данного рынка. Эту нишу предпринимает попытки заполнить АИЖК, проводя анализы рынка ипотечной секьюритизации и даже делая не-

которые выводы и обозначая тенденции. В этой ситуации Агентству не хватает полномочий по воздействию на разработанные и предлагаемые тенденции, а Банку России – мотивации к развитию этого рынка. Подобное дублирование порождает неопределенность в иерархии субъектов регулирования, противоречия требований, путаницу в регламентирующих документах и функциях различных органов регулирования как извне, так и внутри банка-оригинатора.

Во-вторых, в настоящее время на рынке ипотечной секьюритизации действует несколько обособленных групп, формирующих потребность в развитии рынка и его инфраструктуры. К ним относятся: органы власти, Банк России, АСВ, коммерческие банки, инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации. Отсутствие диалога между ними существенно тормозят развитие отечественного финансового рынка.

В-третьих, на рынке ипотечного кредитования практически отсутствуют инструменты и институты, представляющие интересы государства и способные составить адекватную оппозицию Банку России в части выбора направлений развития рынка и поддержки инициативы рынка. При этом развитие рынка ипотечного кредитования является приоритетной задачей государственной политики, так как решает острую социальную потребность граждан в собственном жилье, что влечет за собой также решение проблемы отсутствия рабочих мест, демографической ситуации и снижения общей социальной напряженности общества.

Поэтому способом решения данных проблем будет служить трехсторонняя модернизация институциональной инфраструктуры, разработанная автором, и представленная на рисунке 3.5.

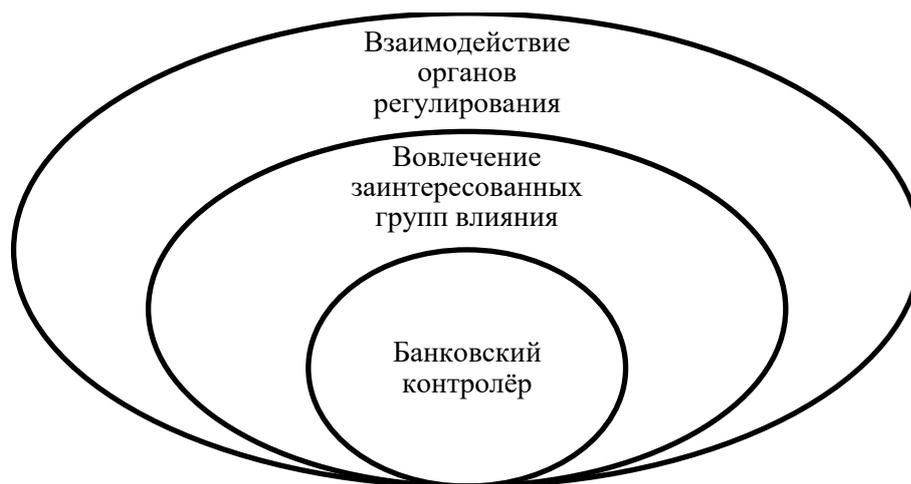


Рисунок 3.5 – Предлагаемые области модернизации институциональной инфраструктуры ипотечной секьюритизации

*Источник:* разработано автором.

Модернизация институциональной инфраструктуры должна проводиться органом государственного регулирования для обеспечения возможности применения административного ресурса и обязательности исполнения вводимых мер. По мнению автора, целесообразно наделять Министерство экономического развития Российской Федерации специальными полномочиями, которые обозначены автором далее, для развития взаимодействия инфраструктурных элементов и власти. Несмотря на то, что кредитный рынок находится под контролем Центрального банка Российской Федерации, необходимо задействовать именно инструмент государственного влияния.

Автором предлагается создание Центра исследования генезиса ипотечной секьюритизации на базе ДОМ.РФ как основного проводника государственной политики в области ипотечного кредитования. При этом основной задачей центра является анализ потребностей рынка ипотечной секьюритизации, а также мониторинг деятельности Банка России в части законодательной инициативы, так как ДОМ.РФ должно представлять как интересы государства в лице Минэкономразвития, так и участников рынка. Данный центр должен принять на себя обязанности по формированию инициатив по устранению существующих проблем рынка, повышению эффективности действующей инфраструктуры и установлению каналов взаимодействия заинтересованных участников рынка с органами регулирования и контроля. Предполагается внедрение данного центра в подразделение ДОМ.РФ «Комитет по рискам»<sup>124</sup>, к основным задачам которого относится оценка рисков, управление и формирование отчетности о рисках агентства. Создаваемая подструктура должна быть подотчетна правлению агентства, как и другие подструктуры данного комитета, укомплектована специалистами в области риск-менеджмента как минимум по трем направлениям: мониторинг, анализ и оценка рисков участников рынка; организация каналов взаимодействия участников рынка; формирование и обоснование предложений по корректировке, изменению и устранению выявленных проблем. К основным функциям центра необходимо отнести:

1. Подготовка и участие в работе проверочных комиссий контрольно-надзорных органов;
2. Выявление, мониторинг и анализ проблем участников рынка;
3. Формирование стратегии развития и конкретных мероприятий по развитию инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации;
4. Установление каналов взаимодействия государственных органов власти, Банка России и участников рынка ипотечной секьюритизации (банки, страховые компании, участники

---

<sup>124</sup> Корпоративное управление [Электронный ресурс] // ДОМ.РФ. ». – Режим доступа: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/about/corp-management-more/#scheme-anchor4708> (дата обращения: 29.03.2019).

рынка ценных бумаг, консалтинговые агентства и др.) при помощи организации конференций, семинаров, размещения разъяснений и комментариев в сети Интернет;

5. Разумное лоббирование законов, связанных с процессом секьюритизации;

6. Формулирование предложений по устранению или минимизации выявленных противоречий или несостыковок в законодательных актах. Донесение отчетов о проблемах и путях их решений в первую очередь до Правления агентства, а затем в профильные органы государственной власти.

Создание данного центра в подструктуре ДОМ.РФ возможно при непосредственном участии Минэкономразвития как наиболее заинтересованного субъекта власти и имеющего достаточно полномочий и инструментов для реализации проекта и поддержания его функциональности. В случае успешной реализации такого центра на рынке ипотечной секьюритизации целесообразно далее обособить такой центр в отдельную структуру, подотчетную Министерству экономического развития, с целью наделения функциями по разработке политики взаимодействия и в других сегментах рынка секьюритизации в Российской Федерации.

Одной из важнейших задач создаваемого центра является усиление сотрудничества всех участников в рамках рынка ипотечной секьюритизации, во-первых, между собой, а во-вторых, с органами регулирования с целью совместного обсуждения и принятий решений. На рынке ипотечной секьюритизации можно выделить следующие заинтересованные группы влияния:

1) исполнительные органы власти (Минфин РФ, Минэкономразвития РФ) и АИЖК. Их интерес направлен на развитие рынка ипотечного кредитования с элементами административного принуждения. Ресурсы и влияние данной группы направлены на стабильно поступательное развитие с минимизацией рисков для заемщиков. Их деятельность ориентирована, в первую очередь, на снижение регулятивного риска заемщика, а с позиции банка, чрезмерно активная деятельность органов власти и АИЖК повышает уровень этого риска;

2) Центральный банк Российской Федерации и АСВ. На современном этапе их регулятивная деятельность сфокусирована на снижении рисков кредитного рынка посредством усиления надзора и контроля за участниками рынка ипотечной секьюритизации;

3) коммерческие банки и их объединения (ассоциации). Наиболее явная и активная группа влияния с прямой заинтересованностью в снижении регулятивных требований, уровня и частоты надзора и контроля. Данная группа является наиболее подверженной регулятивному риску и соответственно несущая наивысшие потери в случае его реализации;

4) инфраструктурные элементы (депозитарии, страховые компании и т.д.). Имеют различные степени заинтересованности, но в целом их вектор влияния направлен на расширение своих полномочий и функциональности в обслуживании сделок секьюритизации. Уровень регулятивного риска один из наивысших для них угроз по причине разрозненности их сфер дея-

тельности и немногочисленности их состава, что снижает их возможности отстаивать свои интересы перед регуляторами.

При активном взаимодействии и учете интересов названных групп влияния функционирование рынка и управление рисками носит понятный и эффективный характер. Отсутствие диалога между противостоящими сторонами или внутри отдельных групп, либо полное игнорирование интересов какого-либо из участников однозначно ведет к росту рисков и стагнации рынка ипотечной секьюритизации.

Для отечественного рынка секьюритизации лоббизм со стороны банков-оригинаторов носит явный и постоянный характер на протяжении всей истории функционирования. Это приводит к существующему перекосу регулирования в пользу банков и незащищенности других элементов инфраструктуры рынка.

Автором предлагается развивать взаимодействие данных субъектов, банков, Банка России и государственных органов в формате публичных консультаций, интернет-бизнес площадок, публикаций информации на сайтах государственных органов, проведения семинаров, общественных экспертиз и т.д.

Таблица 3.2 – Сценарий взаимодействия заинтересованных групп влияния

Этапы	Содержание этапа	
1 этап	Формулировка законодательной инициативы государственными органами или Банком России.	
2 этап	Публикация предложения и приглашение заинтересованных сторон к обсуждению вопроса.	
3 этап	Проведение встреч, семинаров, обсуждение предлагаемых изменений, ответы на вопросы, сбор предложений и критики сторон.	
4 этап	Корректировка, дополнение, пересмотр предложенных изменений.	
5 этап	Публикация обновленной версии и обоснование внесенных изменений.	
6 этап	6А. Выявление новых неразрешимых противоречий с заинтересованными сторонами.	6Б. Отсутствие критических противоречий заинтересованных сторон.
	Передача законопроекта на анализ вышестоящим структурам для анализа необходимости предложенных изменений и дальнейшей корректировки.	Формирование окончательного варианта законопроекта и принятие его к рассмотрению законодательными органами власти.

*Источник:* разработано автором.

Создание единого Центра исследования генезиса ипотечной секьюритизации приведет к большей предсказуемости правового поля, большей ориентации органов регулирования на взаимодействие с участниками рынка, повышению эффективности деятельности институтов инфраструктуры, появлению мониторинга рисков ипотечной секьюритизации.

Следует отметить, что на рынке существует потенциал создания еще одного института инфраструктуры, специализирующегося на контроле регулятивного риска и имеющего своей основной целью формирование предсказуемого правового поля и снижение потерь институтов инфраструктуры от реализации регулятивного риска. Автором предлагается ввести аналог общественного контроля – «банковский контроль», который может стать дополнительным институтом снижения финансовых потерь банков от выявленных контролирующими органами внутренних несоответствий выдвигаемым требованиям. Ответственность за внедрение и функционирование такой формы контроля предлагается возложить либо на Министерство экономического развития Российской Федерации, либо на общественное объединение. Нецелесообразно наделять полномочиями Центральный банк Российской Федерации или АСВ, так как именно эти структуры формируют высокий регулятивный риск для банков. Также существует перспектива создания саморегулируемых организаций в банковском секторе, которые смогут принять на себя такие полномочия по банковскому контролю. Однако если такие организации примут форму диктатуры регулятора, то введение банковского контроля не будет иметь смысла, закладываемого автором. Возможны три пути внедрения: через АИЖК (контроль только за банками, участвующими в сделках ипотечной секьюритизации); через Минэкономразвития РФ (глобальное внедрение контроля для всех банков); на базе крупнейшего общественного объединения «Автономная некоммерческая организация «Фонд защиты вкладчиков». Идея заключается в добровольном привлечении сотрудников других банков или участников общественного объединения к проверке деятельности какого-то конкретного банка, но в рамках сохранения банковской тайны. Аналогичная система существует в настоящий момент в сфере высшего образования в России, где к аккредитации высших учебных заведений привлекаются независимые эксперты – преподаватели или сотрудники из других ВУЗов. Это позволит экспертам увидеть ситуацию с другой стороны, оказавшись в роли инспектора, и выявить алгоритм действий проверяющих, а также отметить наиболее частые ошибки в деятельности других банков и исправить их в деятельности своего банка - работодателя. Для реализации поставленных задач предлагается наделить «банковского контролера» следующими полномочиями:

- участвовать в проведении проверок других банков-оригинаторов (проверки Банка России, Минфина РФ, АСВ, МЧС, экологических, трудовых и прочих служб);
- иметь доступ к информации о методологии и критериях оценки проводимой проверки;
- формировать заключение о законности, полноте и достоверности проводимой проверки. При этом для исключения конфликта интересов между банками вышестоящим органам контроля следует в обязательном порядке учитывать мнение контролера в ситуации, когда результаты проверки несут ущерб проверяемому банку. Это должно способствовать большей за-

щищенности интересов банковских организаций перед надзорными органами, но сохранит принципы банковской конкуренции;

- иметь доступ к проверяемой информации, не составляющей банковскую тайну.

Высокая заинтересованность банков в снижении потерь в результате проверок контролирующими органами обусловлена растущим объемом таких убытков. Наивысшей степенью риска для банка в результате проверки Банком России является отзыв лицензии и прекращение деятельности или введение процедуры санации банка. По данным годового отчета агентства по страхованию вкладов (далее - АСВ) за 2018 год число страховых случаев составило 57, а максимальное число зарегистрировано в 2014 году – 88 шт.

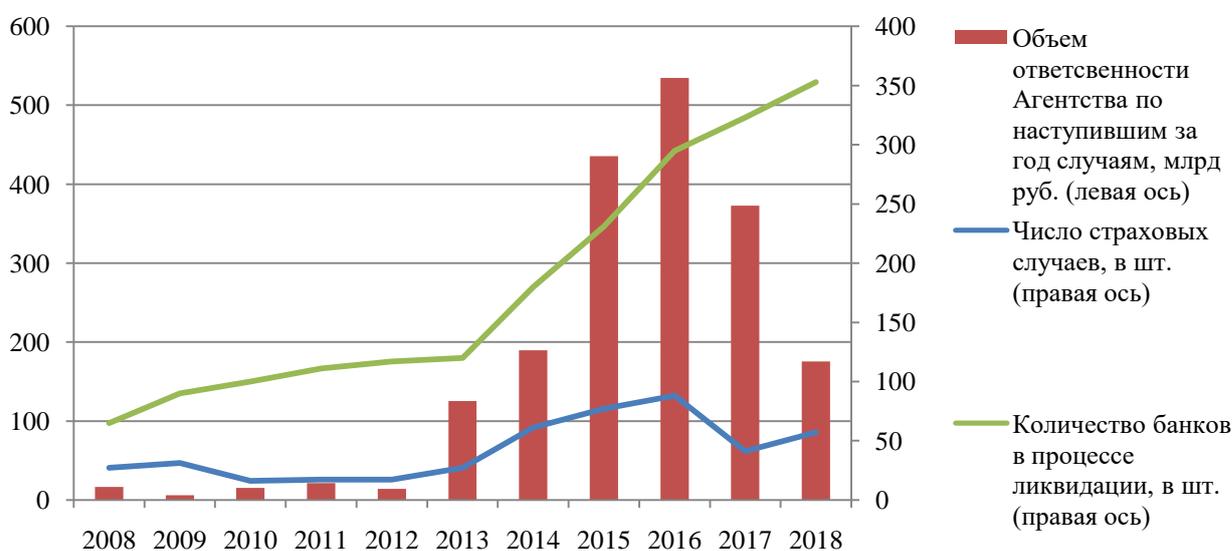


Рисунок 3.6 – Некоторые показатели деятельности АСВ

*Источник:* Агентство по страхованию вкладов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.asv.org.ru/agency/> (дата обращения: 03.05.2019).

Рисунок 3.6 наглядно демонстрирует рост обоих показателей до 2016 года включительно, то есть это тот период, который многими воспринимается как «чистка» кредитного рынка Банком России. Основными направлениями расходования средств АСВ является предупреждение банкротства банков, на которые направлено в 2018 г. – 2 117,68 млрд руб., из них 1 557,19 млрд руб. – кредиты Банка России, 305,97 млрд руб. – средства имущественного вноса Российской Федерации в имущество Агентства, 246,77 млрд руб. – средства имущественного вноса Банка России в имущество Агентства и 7,75 млрд руб. – за счет средств фонда обязательного страхования вкладов (далее - ФОСВ). При этом возникает вопрос финансирования деятельности АСВ.

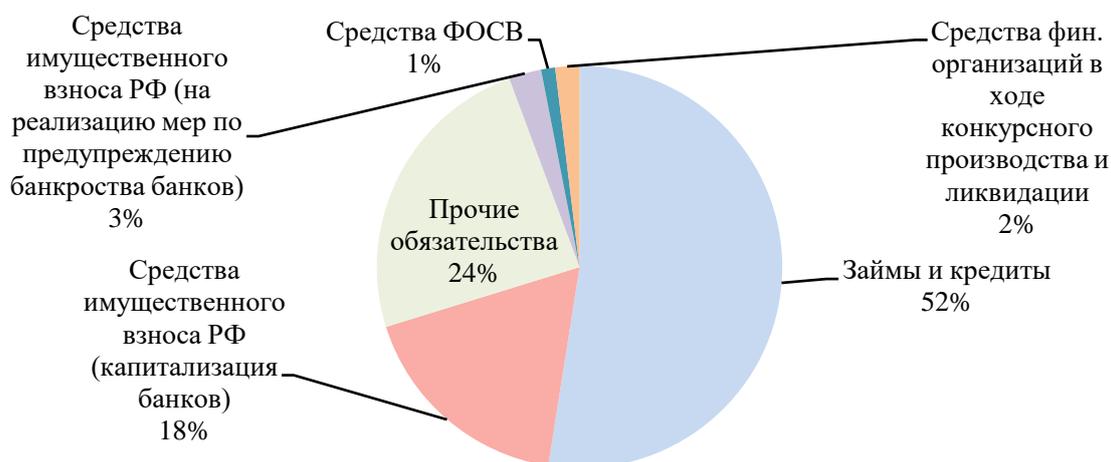


Рисунок 3.7 – Структура пассива баланса АСВ в 2018 г.

*Источник:* Агентство по страхованию вкладов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.asv.org.ru/agency/> (дата обращения: 03.05.2019).

Представленная на рисунке 3.7 структура свидетельствует о преобладании средств Банка России (займы и кредиты – 52 %) в обязательствах Агентства. По мнению автора, роль государства в преобразовании рынка секьюритизации состоит в обеспечении защиты интересов всех участников в равной степени, при этом учитывая, что Банк России не является государственным учреждением.

В качестве показателя, характеризующего качество деятельности банковского контролера как дополнительного элемента службы внутреннего контроля, используется факт выявления недостатков и нарушений процедуры проверок, проводимых Банком России и другими контролирующими органами (ФНС, Минэкономразвития РФ, АСВ, МЧС, ФСО, ФСБ, суды, архитектурные, трудовые, пожарные санитарные, экологические и иные службы и инспекции). Критическим риском для банка является отзыв лицензии в результате проверки Банком России. Наивысшей степенью риска для банка в результате проверки Банком России является отзыв лицензии и прекращение деятельности или введение процедуры санации банка. В соответствии с опросами коммерческих банков уровень спорных результатов проверок контролирующими органами составляет от 5 % до 60 %. Соответственно, если принимать во внимание некоторую субъективность оценок банков и принять за возможный уровень 5 %, то ожидаемое снижение расходов банковской системы на потери в результате контрольных действий регуляторов может составить минимум 1 млрд руб. в год.

Проблема независимости Центрального банка наиболее актуализируется после наделения его полномочиями мегарегулятора. Самостоятельное проведение денежно-кредитной политики несет в себе как положительные моменты (быстрое принятие решений, ограниченное фи-

нансирование государственных расходов, прямая ответственность за принятые решения и т.д.), так и отрицательные (необходимость получения дохода для самофинансирования, возможность лоббирования интересов других стран и принятия неблагоприятных решений для экономики и т.д.). Для государства в условиях рыночной экономики важно найти баланс между свободой рынка, но и сохранением рычагов воздействия.

Таким образом, учитывая опыт развития ипотечных агентств как базового института вторичного рынка ипотечного кредитования, можно сформулировать следующие предложения по совершенствованию процесса секьюритизации ипотечных активов:

- смена иерархии институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации позволит расширить роль АИЖК для реализации государственной политики развития ипотечного кредитования на российском рынке;
- появление площадки взаимодействия основных участников рынка обеспечит ускорение процесса развития и взаимодействия как инфраструктурных организаций, так и рынка в целом;
- внедрение практики перекрестного банковского контроля между коммерческими банками снизит непредсказуемость контрольной деятельности Банка России и создаст инструмент защиты прав субъектов рынка ипотечной секьюритизации.

### **3.3 Совершенствование функциональности и взаимодействия элементов инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации**

Актуальность формирования внутристрановой комплексной инфраструктуры обусловлена тенденциями локализации всех сфер экономики последних лет. Выявление проблем и необходимость их разрешения является естественным процессом совершенствования меняющихся структур. Волатильность условий функционирования институтов инфраструктуры связана с непрерывной сменой потребностей экономических субъектов и систем, внедрением инноваций, трансформацией регулятивного поля и т.д. Развитие инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации будет способствовать упрощению процедуры, привлечению новых оригинаторов и инвесторов на рынок, что приведет к наполнению рынка разнообразными инвестиционными инструментами, расширению предложений для широкого круга инвесторов и увеличению ликвидности.

В результате внедрения любых инноваций появляются вопросы встраивания их в деятельность рынка и формирование новых цепочек взаимосвязей. Поэтому процесс совершенствования взаимодействия участников такого инновационного рынка, как рынок ипотечной секью-

юритизации, является непрерывным и неизбежным. Выявленные в данной работе проблемы имеют множество путей решений.

В качестве одного из ключевых направлений развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации автором предлагается создание единого субъекта сбора и систематизации информации о выпусках ипотечных ценных бумаг, а также о дальнейшем функционировании ипотечного покрытия, лежащего в основе этих ценных бумаг. Достижение указанных целей осуществимо в двух направлениях реализации: первый - полная адаптация стандартов ППС-секьюритизации (простой, прозрачной, сопоставимой секьюритизации) и второй - создание единого центра обработки информации о выпущенных ипотечных деривативах.

Серьезным шагом навстречу решения основной проблемы секьюритизации в России (стоимость организации сделки) является ее базовая стандартизация и унификация. С этой целью Банком России разрабатываются отечественные стандарты сделки на базе рекомендаций Базельского комитета. Несмотря на то, что российский регулятор использовал принципы Базель III, в результате, по мнению автора, стандарты имеют серьезные недостатки, которые при введении в современном варианте способны в некоторых сегментах усугубить ситуацию на рынке. Определенно, невозможно полное или даже очень близкое сопоставление между странами с множеством различных условий. Адаптация зарубежного опыта всегда должна учитывать особенности отечественного рынка. Но, по мнению автора, выявленные недостатки не только обусловлены спецификой страны и требуют пересмотра со стороны регулятора.

Во-первых, в российских стандартах ППС-секьюритизации инвесторская база ограничена исключительно банковскими организациями. Это объясняется спецификой отечественного мегарегулятора, основанного на базе Центрального банка страны. Очевидно, что, по мнению регулятора, это наиболее устойчивый сегмент финансового рынка и доступный с точки зрения контроля. По нашему мнению, следует расширить этот список, включив в него институциональных инвесторов. Необходимость данной меры подтверждается небольшим списком существующих вариантов вложений средств институциональных инвесторов и потребностью экономики в развитии этих фондов.

Во-вторых, существует завышенный минимальный порог в части доли принятия риска оригинатором в сделках ППС. В разработанных отечественных правилах установленный минимальный порог равен 20 %. Такой высокий порог является одним из сильнейших аргументов против применения сделок ППС. При этом он абсолютно не обоснован, так как смысл такой сделки в формировании пула высококлассных активов с максимально возможной надежностью, а такой высокий минимальный порог лишает возможности сформировать такой пул. Более приемлемым нам видится порог в 10 % или меньше, исходя из анализа пулов классических сделок секьюритизации.

В-третьих, российские стандарты имеют жесткие ограничения по видам активов, подходящих для сделок. К примеру, для применения пониженного коэффициента 10 % к рискованным позициям выпуска облигаций подходят ипотечные кредиты с первоначальным взносом не менее 50 % и совокупным доходом заемщика в три раза больше ежемесячного платежа. Такие кредиты нельзя отнести к стандартным видам активов банков, и они, вероятно, имеют нехарактерные для рынка условия (*vir*-статус обслуживания заемщика банком, пониженные ставки по таким кредитам). Соответственно, использование таких активов для секьюритизации будет иметь редкий характер и нести дополнительные риски (процентный, репутационный и т.д.). В качестве еще одного доказательства чрезмерности данной меры следует привести общие требования к заемщикам ипотечных кредитов, которые на отечественном рынке по сравнению с зарубежными являются очень высокими. В результате общий уровень выданных ипотечных кредитов является высоконадежным и несопоставимым со структурой выдаваемых кредитов многих развитых стран мира.

В-четвертых, при разработке отечественных стандартов не был учтен принцип защиты участников рынка от изменения законодательства по уже совершенным сделкам. Следовательно, все рискованные коэффициенты могут быть применимы и к сделкам, совершенным до внедрения стандартов ППС-секьюритизации в деятельность рынка. В результате это уже негативно отразилось на рынке ипотечной секьюритизации в 2018 году, когда был резко повышен в 12,5 раз коэффициент учета младших траншей по уже выпущенным ценным бумагам. Как уже было подтверждено в работе ранее, регулятивный риск и без этих стандартов был относительно высок, а дальнейшее игнорирование принципа защищенности прежде совершенных сделок приведет к уменьшению инвестиционной привлекательности секьюритизации. По мнению автора, включение отмеченного принципа в разработанные стандарты является важнейшим элементом стабильности отечественного рынка и не должен быть проигнорирован регулятором.

В-пятых, выше обозначенная нами проблема отсутствия унификации отчетной информации и доступа к ней, отразилась также и в разработанных стандартах ППС секьюритизации. Создание предлагаемого нами далее центра сбора и стандартизации информации должно базироваться на включение такой стандартизации в разрабатываемые акты. Необходимо введение однозначного понятия единого реестра ППС-секьюритизации и утверждение порядка подтверждения соответствия стандартам сделки.

Выявленные автором недостатки были допущены Банком России при разработке стандартов по нескольким причинам, главная из которых, по нашему мнению, кроется в очевидном нежелании Банка России вдумчиво заниматься проблемами отечественного рынка секьюритизации. Возможно, в силу своей первоначальной специализации (банковского регулятора) и малым сроком осуществления полномочий по регулированию финансового рынка, Банк России

еще не сосредоточился на уделении достаточного внимания другим сферам рынка и формировании целостной стратегии. Подтверждает эту гипотезу уже существующая стратегия «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов»<sup>125</sup>, которая не имеет даже приблизительного упоминания о преобразованиях рынка секьюритизации. Исходя из этой концепции, логично следуют и другие последствия: сокращение количества инвесторов в ипотечные ценные бумаги – облегчение контроля; повышенные коэффициенты – нежелание вникать в структуру сделки и копирование зарубежных стандартов без учета высокого качества российских ипотечных кредитов. Также, ориентируясь на зарубежную практику, присутствует потребность унифицировать рынок, но отсутствует желание взять на себя ответственность за сбор и обработку информации.

Решение указанных проблем предложенными автором мерами и сотрудничество с элементами рынка в процессе разработки стандартов позволит создать условия для развития секьюритизации по единым правилам. Преимущества ППС-секьюритизации в виде различных преференций пока несопоставимо малы с теми трудностями и требованиями, которые порождают принятые стандарты, но работа регулятора по проектированию стандартов является позитивной тенденцией для участников рынка ипотечной секьюритизации.

Следующее обозначенное автором направление преобразований – это создание единого независимого центра сбора и стандартизации информации о сделках. Потребность в данном элементе инфраструктуры назрела уже давно и только усиливается с попытками разработать единые стандарты сделки секьюритизации. Предполагается, что функционал данного центра будет заключаться в:

- разработке и внедрении единой стандартизированной формы отчетности о проведении процедуры секьюритизации. Эмиссионная документация имеет общие составляющие, но каждая сделка в настоящее время обладает своими юридическими и финансовыми особенностями. В Приложении Д (типовой перечень отчетной информации о выпуске ипотечных ценных бумаг, представляемый в единый центр сбора и обработки информации после первичного размещения) настоящей работы размещён разработанный автором типовой перечень отчетной информации, которую должны предоставлять эмитенты в единый центр. Эта функция должна быть связана с полномочиями Банка России в области законотворческой инициативы. При этом может возникнуть вопрос о целесообразности внедрения такого центра в структуру ЦБ РФ. По мнению автора, с одной стороны, это подтвердило бы обязательный статус такого центра, а с другой – Банк России напрямую не заинтересован в создании подобного центра и не станет «раздувать» организационную структуру за счет аналитического подразделения;

---

<sup>125</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main\\_directions.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf) (дата обращения: 16.06.2019).

- сборе и анализе данных о состоянии ипотечного покрытия, а также унификации формы представления полученной информации. Несмотря на существование типовых форм<sup>126</sup>, реестры ипотечного покрытия в электронном формате начали формироваться только с 2013 года, кроме того они имеют отличия у разных эмитентов и множество ошибок при заполнении. Автором представлена (см. Приложение Е – Базовая форма реестра ипотечного покрытия) базовая форма реестра ипотечного покрытия, которая включает в себя достаточную информацию для анализа, но сохраняет все персональные данные заемщика в тайне. Централизованный сбор и обработка этой информации позволит сократить процесс анализа и снизить риски низкого качества оценки инструмента.

Оптимальным способом создания такого центра является наделение указанными полномочиями Агентства ипотечного жилищного кредитования, так как оно уже проводит периодический мониторинг ипотечного покрытия по более чем сотне выпусков, постоянно включая в анализ новые выпуски. Так же Агентство напрямую заинтересовано в развитии рынка секьюритизации. Минусом такого выбора может являться ограниченность центра по сбору информации исключительно рынком ипотечного жилищного кредитования. Поэтому в рамках данной диссертационной работы по совершенствованию инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации этот вариант является предпочтительным, но имеет перспективы расширения списка анализируемых выпусков в сторону всех видов кредитования.

Внедрение единых стандартов проведения сделок секьюритизации целесообразно проводить одновременно с созданием на базе АИЖК «Центра исследования генезиса ипотечной секьюритизации», в таком случае возможна максимизация полезного эффекта предлагаемых мероприятий. Показательным является опыт создания площадки для мультиоригинаторных выпусков ипотечной секьюритизации на базе АИЖК. В его основе лежит принцип стандартизации сделки, что позволило сократить расходы по выпуску за счет использования уже существующего спецорлица и разделения существенной доли затрат (услуги организатора сделки, услуги юридической, бухгалтерской и управляющей компании спецорлица). Исходя из оценок АИЖК и авторского сравнительного анализа уже осуществленных мультиоригинаторных сделок, снижение единовременных и текущих фиксированных затрат возможно от 20 % до 50 % от сопоставимых затрат других подобных сделок.

---

<sup>126</sup> Приказ ФСФР РФ от 01 ноября 2005 г. № 05-60/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности специализированных депозитариев ипотечного покрытия и Правил ведения реестра ипотечного покрытия» (ред. от 03.07.2008) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 21.03.2016).

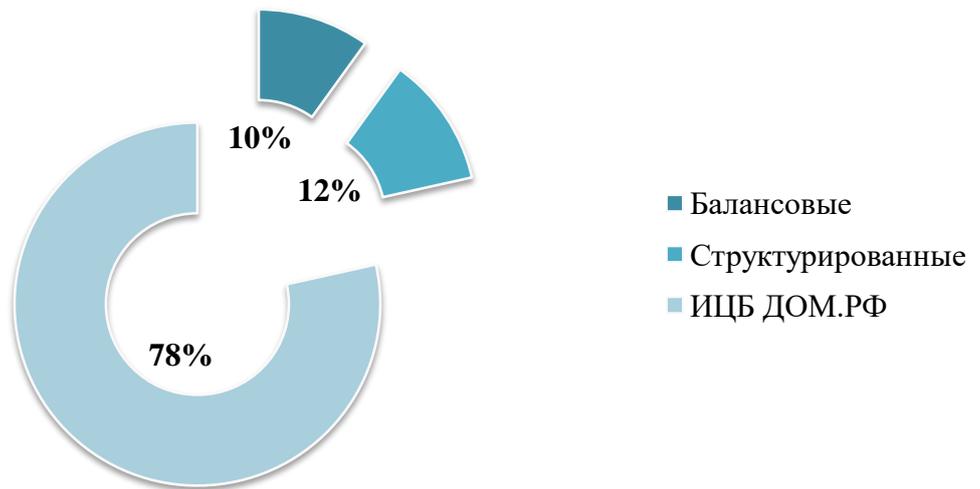


Рисунок 3.8 – Структура ипотечных облигаций в обращении на 31.12.2019

*Источник:* Обзор рынка ипотечных ценных бумаг в 2019 году [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://дом.рф/media/analytics/> (дата обращения: 20.02.2020).

Однако, по мнению автора, основной целью стандартизации сделок в рамках данного исследования является снижение издержек в части юридического сопровождения, так как они составляют наибольшую долю расходов по подготовке выпуска. Результатом повышения предсказуемости правового поля также станет снижение и других операционных затрат, таких как услуги организатора сделки, бухгалтерской и управляющей компании спецурлица. Увеличение рынка ипотечной секьюритизации в результате создания предлагаемого автором центра будет способствовать повышению привлекательности инструмента секьюритизации, что приведет к дальнейшему увеличению объемов кредитования и снижению процентных ставок на рынке. Ожидаемое увеличение объема секьюритизированных активов составит не менее 5 % в год, что в денежном выражении составляет 8 млрд руб. в год. Показательным является рост ипотечной секьюритизации в 2019 году до 296 млрд руб. за счет активной деятельности АИЖК по эмиссии однотраншевых, максимально стандартизированных выпусков на базе собственной «Фабрики ИЦБ». При этом, учитывая временной лаг между внедрением центра и принимаемыми решениями о секьюритизации, предполагается экспоненциальный рост рынка ипотечной секьюритизации.

Можно предположить, что при успешной реализации данного предложения будет целесообразно выделить такой центр в самостоятельный элемент инфраструктуры и расширить его полномочия на весь рынок секьюритизации. Создание подобного центра имеет важнейшее значение для оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг. Открытость и достоверность сведений позволит привлечь новых инвесторов и снизить риски рынка.

Совокупный эффект от внедрения названных мероприятий позволит расширить инвесторскую базу ипотечных деривативов за счёт открытия доступа к зарубежным рынкам. Во-первых, качество ипотечных кредитов, заложенных в секьюритизацию давно привлекает зарубежных инвесторов, но невозможность сопоставить выпуски между собой лишала их этого преимущества. Во-вторых, доходность российских ипотечных ценных бумаг выше европейских и азиатских даже с учетом валютного риска. Предпочтительным развитием инвесторской базы, по мнению автора, представляется выход на азиатские рынки, так как это минимизирует политические риски и является наиболее растущим сегментом мирового финансового сообщества.

Еще одной выявленной проблемой остается дублирование функций элементов инфраструктуры между собой. В результате анализа проблемы дублирования между платежным агентом, гарантом, трасти и банком-оригинатором выявлено, что она обусловлена нормальными процессами конкуренции на рынке. Данный вид конкуренции между элементами инфраструктуры, как правило, ведет к улучшению качества предоставляемых услуг и снижению их стоимости. Поддержание минимального уровня такой конкуренции является верным направлением регулятора. Однако тенденция на рынке складывается обратным образом, а точнее можно утверждать, что конкуренция между элементами инфраструктуры падает по причине расширения внутренних структур крупных банков, выполняющих роль элементов инфраструктуры. По мнению автора, конкуренция и разнообразие элементов инфраструктуры на рынке должны быть в таких функциях как: 1) оценка активов, выступающих в качестве обеспечения; 2) осуществление досрочного погашения выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечным покрытием; 3) сбор ежемесячных платежей от заемщиков; 4) передача собранных средств лицу, владеющему правами требований по кредитам или его представителю, поддержание обеспечительных (escrow) счетов для налоговых и страховых выплат; 5) сбор просроченных платежей; 6) принятие мер, направленных на ограничение потерь (при необходимости - возбуждение и проведение процедуры обращения взыскания на заложенное имущество) – и это позитивно скажется на качестве предоставляемых услуг и ценообразовании. В то же время реалии российского рынка прямо противоположны понятию нормальной конкуренции. Здесь следует отметить, что основными потребителями услуг внешних инфраструктурных объектов остаются небольшие банки, вышедшие на рынок ипотечных деривативов, но либо неспособные обеспечить свою сделку полным набором инфраструктурных элементов в рамках одной корпорации, либо желающие снять с себя определенные обязанности по обслуживанию выпуска. Крупные игроки рынка по-прежнему стремятся взять на себя большую часть функций инфраструктуры. При этом даже АИЖК, которое по сути ведет деятельность по активизации участников рынка, постепенно наращивает собственную инфраструктурную сеть (АО «Банк ДОМ.РФ», ООО «ДОМ.РФ Управление активами» и т.д.). Такая тенденция обусловлена общим направлением к укрупнению уча-

стников кредитного рынка Российской Федерации, и, по мнению автора, несет негативное воздействие и уничтожает возможность выбора участниками набора необходимых инфраструктурных элементов в зависимости от конъюнктуры сделки.

В условиях активной деятельности Банка России по сокращению участников финансового рынка практически не существует инструментов развития эффективной конкуренции среди инфраструктурных компаний. Нежелание оригинаторов передавать внешней инфраструктуре обязанности и полномочия в процессе секьюритизации имеют совершенно объяснимую причину. Единственным инструментом защиты от ликвидации инфраструктурной компании в процессе сделки является всевозможное резервирование, в том числе и поиск дублирующих организаций. Отсюда и возникает ситуация на рынке, когда инфраструктурные компании практически полностью дублируют себя, не развиваясь с целью повышения конкурентоспособности. По мнению автора, только смена вектора политики Банка России в заданных условиях способна разрешить названную проблему.

С целью оценки предложенных в данном диссертационном исследовании мер предлагается ввести критерии оценки эффективности деятельности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации. Безусловно, эффективно функционирующая инфраструктура должна снижать финансовые затраты участников, что может быть оценено показателем экономии затрат. Однако не менее важной функцией инфраструктуры является улучшение качества проведения сделок секьюритизации, что требует оценки таких качественных показателей как скорость, гарантии, стабильность и т.п. Предлагаемые критерии и назначенные им коэффициенты значимости представим в таблице 3.3.

Таблица 3.3 – Критерии оценки эффективности деятельности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации

№	Критерий оценки	Коэффициент значимости (Кзн)	Пояснение
1.	Темп прироста объемов секьюритизированных ипотечных активов ( $Kp_1$ )	0,17	Увеличение объема рынка говорит об увеличении его привлекательности
2.	Снижение доли операционных издержек процесса ( $Kp_2$ )	0,06	Повышение эффективности деятельности инфраструктуры позволяет сделать секьюритизацию доступнее большему числу кредитных организаций
3.	Ускорение проведения операций в рамках процесса ( $Kp_3$ )	0,05	Сокращение временных затрат на выпуск и обслуживание позволяет снизить операционные и регулятивные риски
4.	Стабильность деятельности инфраструктуры ( $Kp_4$ )	0,08	Гарантия выполнения своих обязательств инфраструктурой снижает кредитный риск и риск ликвидности

Продолжение таблицы 3.3

№	Критерий оценки	Коэффициент значимости (Кзн)	Пояснение
5.	Снижение воздействия рисков, исходящих от институтов инфраструктуры (Кр <sub>5</sub> )	0,25	Снижение совокупного уровня инфраструктурных рисков процесса секьюритизации свидетельствует об улучшении функционирования институтов инфраструктуры
6.	Современность и актуальность предоставляемых услуг инфраструктурой (Кр <sub>6</sub> )	0,15	По сути, обеспечение рынка наиболее современными услугами (соответствующими административной, научной, экономической, международной ситуации и т.д.) является одной из главных функций инфраструктуры
7.	Законопослушность институтов инфраструктуры (Кр <sub>7</sub> )	0,12	Позволяет снизить репутационный риск и повысить лояльность регуляторов ко всему рынку
8.	Адаптивность к изменяющимся условиям (Кр <sub>8</sub> )	0,12	Скорость адаптации участников рынка к новым условиям при помощи действий институтов инфраструктуры

Источник: составлено автором.

Для оценки эффективности деятельности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации предлагается использовать Коэффициент эффективности (К<sub>ЭФ</sub>), рассчитываемый по следующей формуле 3.2:

$$K_{ЭФ} = \sum_{i=1}^8 Kp_i * Kзн_i \quad (3.2)$$

где Кр<sub>*i*</sub> – значение *i*-того критерия оценки;

Кзн<sub>*i*</sub> – значение соответствующего коэффициента значимости *i*-того критерия оценки.

Исходя из формулы расчета критерия эффективности можно оценить ожидаемый эффект от предложенных в данном диссертационном исследовании мер путем качественной и количественной оценки предполагаемых изменений.

$$K_{ЭФ}=0,38*0,17+0,3*0,06+0,2*0,08+0,8*0,25+0,6*0,15+0,5*0,12+0,8*0,12=0,55 \quad (3.2.1)$$

В результате повышение эффективности деятельности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации повысится на 55 % в прогнозируемом трехлетнем периоде после внедрения разработанных автором рекомендаций. При этом выводы о росте эффективности базируются не только на росте прибыльности (с позиции снижения по затрат), но и на основе таких важных свойств инфраструктуры как повышение скорости, адекватности, стабильности и снижение рисков.

Таким образом, развитие инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации на современном этапе имеет значительную роль в расширении отечественного фондового рынка и дальнейшем росте ипотечного кредитования. Анализ современных тенденций и факторов, влияю-

щих на сложившуюся инфраструктуру, дал возможность автору разработать комплекс мер для решения обозначенных проблем. Совершенствование инфраструктуры рынка в разрезе институциональной и функциональной инфраструктуры позволило сформулировать многофункциональные решения и определить их дальнейшее развитие.

## Заключение

Основываясь на комплексном исследовании инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, в диссертации представлены следующие авторские выводы и предложения:

1. Разработаны трактовки понятий, используемых в диссертации:

- «ипотечное кредитование» – это отношения экономических субъектов, возникающие в процессе размещения денежных ресурсов в целевые долгосрочные кредиты на приобретение (строительство) объекта недвижимого имущества, имеющего фиксированное местоположение, в собственность при обязательном условии передачи его в залог кредитору с возможностью последующего рефинансирования выданных кредитов на рынке капиталов;

- «ипотечная секьюритизация» – процесс формирования и обособления пула ипотечных кредитов для последующей передачи прав на денежные требования от кредитора третьим лицам с целью привлечения финансирования, передачи рисков и трансформации ипотечных активов в денежные средства;

- «инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации» – комплекс взаимосвязанных институтов, составляющих и обеспечивающих основу бесперебойного функционирования процесса преобразования ипотечных кредитов в производные финансовые инструменты, обращающиеся на рынке капитала;

2. Определена сущность развития как положительных и (или) отрицательных изменений в составе функциональности элементов системы. Выявлены риски инфраструктуры ипотечной секьюритизации, которые могут вызвать необходимость процедуры её развития (кредитный, регулятивный, деловой, политический, риск цифровизации, некомпетентности, закрытия доступа к зарубежным рынкам), а также риски, для которых развитие является фактором их образования (инновационный, репутационный, риск имитации развития, отсутствия регулирования и опыта, неприятия рынком). Данная классификация позволяет оценить степень потребности в развитии инфраструктуры и ее целесообразность. Двойственная сущность развития раскрывается с одной стороны в существовании рисков, вызывающих потребность в развитии, которые вынуждают преобразовываться институты инфраструктуры или саму систему. С другой стороны любое изменение, коим является развитие, всегда находит негативные отклики среди других институтов и связанных между собой систем;

3. Особенности становления российского рынка секьюритизации сформировали стимулирующие факторы (виды кредитных продуктов, преобладающих на рынке, интерес инвесторов к структурным выпускам, рост прямого кредитования банков Центральным банком Российской Федерации, высокая стоимость финансовых ресурсов, появление специального законодательст-

ва о секьюритизации) и замедляющие (экономическая рецессия, недостаточный объем первичного рынка ценных бумаг, деятельность Центрального банка страны по абсорбации ликвидности, высокая стоимость процедуры проведения секьюритизации, отсутствие судебной практики в отношении сделок секьюритизации) факторы, оказывающие влияние на современное развитие. Необходимость усиления стимулирующих факторов и снижение воздействия замедляющих определяет направления развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации;

4. На современном рынке ипотечной секьюритизации в Российской Федерации сложились следующие комплексные тенденции, формирующие потребность в развитии инфраструктуры: 1) развитие мультиоригинаторных сделок секьюритизации; 2) стандартизация сделок; 3) цифровизация отдельных этапов и процедур. Обозначенные тренды рынка диктуют новые условия функционирования уже существующей инфраструктуры и определяют необходимый курс будущих преобразований за счет совместной работы, универсализации и цифровизации;

5. Анализ современной институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации выявил, что инфраструктурные элементы отечественного рынка секьюритизации действуют в условиях чрезвычайной волатильности правовой базы и разрозненности стратегий развития. Это приводит к неэффективному функционированию текущей инфраструктуры рынка и возникновению потребности в создании новых институтов. С целью развития и формирования комплексного преобразования институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации предложены следующие меры:

- создание Центра исследования генезиса ипотечной секьюритизации на базе АИЖК. Смена иерархии институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации позволит расширить роль АИЖК для реализации государственной политики развития ипотечного кредитования на российском рынке;

- появление площадки взаимодействия основных участников рынка позволит ускорить процесс развития и взаимодействия как инфраструктурных организаций, так и рынка в целом;

- внедрение практики перекрестного банковского контроля между коммерческими банками снизит непредсказуемость контрольной деятельности Банка России и создает инструмент защиты прав субъектов рынка ипотечной секьюритизации;

6. Проведен анализ уровня кредитного риска двух пулов ипотечного покрытия обращающихся на рынке выпусков ипотечных деривативов. Исходя из уровня дефолтов в выбранных пулах ипотечных активов, было выдвинуто предположение о растущем уровне кредитного риска выпущенных облигаций. Анализ одних из основных макроэкономических показателей (реальные доходы населения; уровень безработицы; стоимость залогового имущества; процентные ставки по ипотечным кредитам) подтвердил выдвинутое предположение о росте кредитно-

го риска ипотечного покрытия. Данная проблема актуализирует вопросы создания механизма мониторинга и информирования участников рынка о негативных тенденциях, который может быть реализован при помощи институтов инфраструктуры;

7. Разработан алгоритм мониторинга стоимости ипотечных залогов для применения функциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в схемах оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг. Алгоритм строится на введении схемы инициации переоценки стоимости заложенного имущества на основе мониторинга предупреждающих индикаторов (изменения окружающих условий объекта залога) и корректировочном коэффициенте (учитывающем стоимостное изменение рыночной цены в зависимости от конкретных изменений окружающей среды), применяемом к первоначальной оценке стоимости залога. Предложена авторская методика оценки кредитного риска пула ипотечного покрытия. За счет введения корректировочного коэффициента модель стала более восприимчива к колебаниям цены на недвижимость. Это позволило устранить наиболее явный недостаток существующих моделей оценки кредитного риска. Дополнительно разработанные автором индикаторы определили развитие информационного приема банковского риск-менеджмента, как важного элемента построения эффективной системы управления кредитным риском;

8. Выделены недостатки разработанных отечественных стандартов сделок секьюритизации и предложены следующие рекомендации для корректировки:

- Расширение инвесторской базы ипотечных ценных бумаг за счет включения в их перечень крупных институциональных инвесторов;
- Снижение минимального порога в части доли принятия риска оригинатором в сделках стандартизированной секьюритизации;
- Увеличение перечня видов активов, подходящих для сделок ипотечной секьюритизации;
- Учет принципа защиты участников рынка от изменения законодательства по ранее совершенным сделкам;
- Внедрение унификации отчетной информации и доступа к ней за счет введения нового инфраструктурного элемента по разработке стандартов отчетности, ее сбору и обработке;

9. Предложено создание единого независимого центра сбора и стандартизации информации о сделках ипотечной секьюритизации функционал которого включает в себя:

- разработку и внедрение единой стандартизированной формы отчетности о проведении процедуры секьюритизации;
- сбор и анализ сведений о состоянии ипотечного покрытия, обращающихся на рынке ипотечных ценных бумаг;

- унификацию и публикацию информации о современном состоянии ипотечного покрытия облигаций.

Внедрение предлагаемых институтов, функций, методик и рекомендаций в инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации позволит повысить ее роль в устойчивом функционировании рынка и развить вторичный рынок ипотечного кредитования российской экономики.

## Список литературы

### Законодательные и нормативные акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 26.07.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 29.07.2019).
2. Федеральный закон от 25 ноября 2017 г. № 328-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. 25.11.2017) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 18.02.2018).
3. Федеральный закон от 30 декабря 2004 г. № 218-ФЗ «О кредитных историях» (ред. 01.05.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 15.05.2019).
4. Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (ред. 03.07.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 20.08.2019).
5. Федеральный закон от 07 августа 2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» (ред. 26.07.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 22.08.2019).
6. Федеральный закон от 16 июня 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (ред. 02.08.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 01.09.2019).
7. Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (ред. 02.08.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 01.09.2019).
8. Федеральный закон РФ от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» (ред. 29.07.2017) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 22.09.2018).
9. Проект Федерального закона от 28 февраля 2019 г. № 655479-7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ» (ред. 28.02.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 03.04.2018).

10. Приказ Минэкономразвития России от 25 сентября 2014 г. № 611 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)» (ред. 25.09.2014) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 11.04.2018).

11. Приказ ФСФР РФ от 01 ноября 2005 г. № 05-60/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности специализированных депозитариев ипотечного покрытия и Правил ведения реестра ипотечного покрытия» (ред. от 03.07.2008) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 21.03.2016).

12. Письмо Банка России от 29 декабря 2012 г. № 192-Т «О Методических рекомендациях по реализации подхода к расчету кредитного риска на основе внутренних рейтингов банков» (ред. от 29.12.2012) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 13.04.2017).

13. Постановление Правительства РФ от 23 апреля 2020 г. № 566 «Об утверждении Правил возмещения кредитным и иным организациям недополученных доходов по жилищным (ипотечным) кредитам (займам), выданным гражданам Российской Федерации в 2020 году» [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 06.09.2020).

14. Положение Банка России от 16 декабря 2003 г. № 242-П «Об организации внутреннего контроля в кредитных организациях и банковских группах» (ред. от 04.10.2017) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 10.12.2017).

15. Положение Банка России от 4 июля 2018 г. № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение» (ред. от 04.07.2018) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 19.05.2019).

16. Положение Банка России от 6 августа 2015 г. № 483-П «О порядке расчета величины кредитного риска на основе внутренних рейтингов» (ред. от 10.03.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 07.08.2019).

17. Положение Банка России от 28 июня 2017 г. № 590-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности» (ред. от 26.12.2018) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 05.03.2019).

18. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 23 марта 2019 г. № 510-р «Об утверждении Методики формирования индекса качества городской среды» (ред. 23.03.2019) [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 15.06.2019).

19. Приказ Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации от 26.11.2018 № 742н «Об утверждении профессионального стандарта «Специалист в оценочной деятельности» [Электронный ресурс] – Режим доступа: СПС КонсультантПлюс (дата обращения: 11.07.2018).

### Монографии и учебники

20. Антонов, Н. Г., Пессель М. А. Денежное обращение, кредит и банки / Н. Г. Антонов, М. А. Пессель. – М. : Финстатинформ, 2009. – 165 с.

21. Архипов, А. П. Страхование : учебник / А.П. Архипов. – 3-е изд., стер. – М. : КНО-РУС, 2016. – 336 с.

22. Архипов, А. П., Хоминич И. П. Надзор за деятельностью субъектов страхового рынка: современная практика и перспективы развития: монография / колл. авторов; под ред. А. П. Архипова и И. П. Хоминич. – М. : Русайнс, 2017. – 282 с.

23. Ахвледиани, Ю. Т. Страхование: учебник для студентов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» / Ю. Т. Ахвледиани и др. / Под ред. В. В. Шахова, Ю. Т. Ахвледиани. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ–ДАНА, 2012. – 224 с.

24. Бабичева, Ю. А. Банковское дело. Справочное пособие / ред. Ю. А. Бабичева. – М. : Экономика, 2016. – 397 с.

25. Бадалов, Л. А., Богачева М. Ю., Бородин А. И., Бондаренко Т. Г., Костерина Т. М., Наточеева Н. Н., Полетаева В. М, Ровенский Ю. А., Русанов Ю. Ю., Русанова О. М., Смулов А. М. Серия «Банковское дело»: В 5 томах. Банковский менеджмент / Ю. А. Ровенский, Ю. Ю. Русанов, и др. / М. : Проспект – 2017. – т. 3. – 384 с.

26. Балабанов, И. Т. Экономика недвижимости: Учеб. пособие. / И. Т. Балабанов. – СПб. : Питер, 2000. – 206 с.

27. Белоглазова, Г. Н. Денежное обращение и банки : Учеб. пособие для студентов, обучающихся по специальности : «Финансы и кредит», «Бухгалт. учет и аудит», «Мировая экономика» / Под ред. Г. Н. Белоглазовой, Г. В. Голоконцевой. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 270 с.

28. Бланк, И. А. Основы инвестиционного менеджмента / И. А. Бланк – Киев. : Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.

29. Борисов, А. Б. Большой экономический словарь / А. Б. Борисов – М. : Книжный мир, 2012. – 895 с.

30. Боровкова, В. А. Экономика недвижимости: учебник и практикум для академического бакалавриата / В. А. Боровкова, О. Е. Пирогова. – М. : Издательство Юрайт, 2019. – 417 с.
31. Бригхэм, Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. под ред. Е. А. Дорфеева. 10-е изд. – СПб.: Питер, 2009. – 960 с.
32. Бэр, Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бер. Пер. с нем. М. : Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
33. Вриз Роббе, Ж. Ж., Али П. Секьюритизация и право / Ж. Ж. Вриз Роббе, П. Али. Пер. с англ. М. : Волтерс Клувер, – 2008. – 605 с.
34. Галанов, В. А. Производные финансовые инструменты : учебник / В. А. Галанов. – 2-е изд, перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2017. – 221 с.
35. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. – 2-е изд., перераб. И доп. – М. : ИНФРА-М, 2019. – 414 с.
36. Горемыкин, В. А. Ипотечное кредитование: учебник / В. А. Горемыкин. М. : МГИУ, 2014. – 368 с.
37. Григорьева, В. Н. Страхование право: учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по специальности «Юриспруденция», «Финансы и кредит» / Под ред. В. Н. Григорьева, А. Н. Кузбагарова, В. В. Шахова. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : ЮНИТИ, 2015. – 424 с.
38. Грицанов, А. А. Новейший философский словарь // А.А. Грицанов. — Минск.: Изд. В.М. Скакун, 1999. - 896 с.
39. Грюнинг, Х. В., Братанович, С. В. Анализ банковских рисков: система оценки корпоративного управления и управление финансовым риском: учебник / Х. В. Грюнинг, С. В. Братанович. – М. : Весь мир, 2007. – 307 с.
40. Гусаков, В. Г. Аграрная экономика: термины и понятия: энциклопедический справочник / В. Г. Гусаков, Е. И. Дереза ; Национальная академия наук Беларуси, Институт экономики НАН Беларуси ; Центр аграрной экономики. – Минск : Белорусская наука, 2008. – 576 с.
41. Даль, В. И. Толковый словарь живого великорусского языка в 4 т. Т. 2 / В. И. Даль – М. : Русский язык, 2000. – 779 с.
42. Джевонс, У. Политическая экономия / У. Джевонс. – СПб., 1905. – 97 с.
43. Довдиенко, И. В. Ипотека. Управление. Организация. Оценка: учеб. пособие / И. В. Довдиенко, В. З Черняк. – М. : Юнити–Дана, 2015. – 471 с.
44. Дудкин С. Н., Ем В. С., Лаврищева А. А., Рогова Е. С. Правовые проблемы организации рынка ипотечного кредитования в России / Дудкин С. Н., Ем В. С., Лаврищева А. А. и др. / Под ред.: Ем В. С. – М. : Статут, 1999. – 256 с.

45. Дэвидсон, Э., Сандерс Э., Вольф Л. Л., Чинг А. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л. Л. Вольф, А. Чинг ; пер. с англ. В. М. Смородинова при участии В. Качуро ; под общ. ред О. М. Иванова. – Москва ; Санкт-Петербург : Вершина, 2007. – 592 с.
46. Иванов, В. В., Канаев А. В., Соколов Б. И., Топровер И. В. Теории кредита / В. В. Иванов, А.В. Канаев и др. СПб. : Изд. С.-Петерб. ун-та, 2007. – 408 с.
47. Ивасенко, А. Г. Ипотечное кредитование: сущность, проблемы и перспективы развития : Учеб. пособие по курсу «Теория денег и кредита» / А. Г. Ивасенко; Новосиб. гос. акад. экономики и упр. – Новосибирск : НГАЭИУ, 1996. – 79 с.
48. Кабушкин, С. Н. Управление банковским кредитным риском. Учебное пособие / С. Н. Кабушкин. – 4-е изд., стер. – Минск: Новое знание, 2007. – 336 с.
49. Каменецкий, М. И. Ипотечное кредитование на рынке жилья (народнохозяйственный и региональный аспекты) / М. И. Каменецкий, Л. В. Донцова, С. М. Печатникова. М. : Дело и сервис, 2006. – 552 с.
50. Клевцов, В. В. Механизм жилищного финансирования: теория, методология, практика / Клевцов В. В. ; Московский гос. ун-т экономики, статистики и информатики. – Москва : МЭСИ, 2012. – 247 с.
51. Косарева, Н. Б., Пастухова Н. С., Рогожина Н. Н., Копейкин А. Б., Ткаченко А. Ю., Якубов М. О. Основы ипотечного кредитования / Под ред. Н. Б. Косаревой. М. : Фонд «Институт экономики города»: ИНФРА-М, 2007. – 565 с.
52. Кудрявцев, В. А. Основы организации ипотечного кредитования: Учебное издание / В. А. Кудрявцев, Е. В. Кудрявцева. – Москва : Высшая школа, 1998. – 64 с.
53. Курно, А. Исследование математических принципов теории богатства / А. Курно. – Париж, 1838. – С. 78.
54. Лаврушин, О. И. Банковское дело: Учеб. пособие. / О. И. Лаврушин – 2-е изд., перераб. и доп. М. : Финансы и статистика, 2006. – 672 с.
55. Лаврушин, О. И., Валенцева, Н. И. Банковское дело : учебник / О. И. Лаврушин, Н. И. Валенцева и др. / Под ред. О. И. Лаврушина. – 12-е изд., стер. – М. : Кнорус, 2016. – 800 с.
56. Мишкин, Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание / Ф. С. Мишкин. Пер. с англ.; М. : ООО «И.Д. Вильямс», 2013. – 300 с.
57. Мотовилов, О. В. Банковское дело: учеб. / О. В. Мотовилов, С. А. Белозеров. – М. : Проспект, 2015. – 408 с.
58. Наточеева, Н. Н. Банковское дело: учебник для бакалавров / Под ред. Н. Н. Наточеевой / – М. : изд-во «Дашков и К», – 2016. – 272 с.

59. Павлова, И. В. Ипотечное жилищное кредитование / И. В. Павлова. – М. : БДЦ–пресс, 2004. – 272 с.
60. Пасс, К., Лоус, Б., Пендлтон, Э., Чедвик, Л. Большой толковый словарь бизнеса. Русско-английский, англо-русский. – М. : Вече, АСТ, 1998. – 497 с.
61. Радаев В. В. Что такое рынок: экономико-социологический подход. Препринт WP4/2006/07. – М. : ГУ ВШЭ, 2006. – 48 с.
62. Разумова, И. А. Ипотечное кредитование: учеб. пособие / И. А. Разумова. – 2-е изд. – Москва [и др.] : Питер, 2009. – 298 с.
63. Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь / Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. – 2-е изд., испр. – Москва : Изд. дом «ИНФРА–М», 1998. – 476 с.
64. Роуз, П. С. Банковский менеджмент : Предоставление фин. услуг : Пер. с англ. / П. С. Роуз. – М. : Акад. нар. хоз-ва : Дело, 1995. – 743 с.
65. Русанов, Ю. Ю. Банковский менеджмент: учебник / под ред. Ю. Ю. Русанова. – М. : Магистр : ИНФРА-М, 2015. – 480 с.
66. Русанов, Ю. Ю. Теория и практика банковского риск–менеджмента / Ю. Ю. Русанов. – М. : Московский Банковский Институт, 2004. – 199 с.
67. Русанов, Ю. Ю., Русанова О. М. Чистые риски и шансы в реализации внутренней банковской политики: монография / Ю. Ю. Русанов, О. М. Русанова. – Германия : LAP LAMBERT Academic Publishing, 2014. – 128 с.
68. Русанов, Ю. Ю., Ровенский Ю. А., Бунич Г. А. Факторы и условия формирования и проявления рисков международных банков развития // Инновации и инвестиции. Изд-во: ООО «Русайнс» (Москва). – 2018 – №6. С.271–273.
69. Симионов, Ю. Ф. Жилищный кредит (ипотека) : Учебно–практическое пособие / под ред. Д-ра экон. наук, проф. Ю. Ф. Симионова / – М. : ИКЦ, МарТ, – 2005. – 240 с.
70. Слепов, В. А. Финансы: учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по экономическим специальностям и направлениям подготовки / В. К. Бурлачков, Слепов В. А. и др. ; под ред. В. А. Слепова ; Российский экономический ун-т им. Г. В. Плеханова. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Магистр : ИНФРА-М, 2015. – 331 с.
71. Советский энциклопедический словарь: [Ок. 80000 слов] / Гл. ред. А. М. Прохоров. – М. : Сов. энцикл., 1982. – 607 с.
72. Современный словарь иностранных слов : Ок. 20000 слов. – М. : Рус. яз., 1992. – 740 с.
73. Стиглиц, Д. Э. Экономика государственного сектора / Д. Ю. Стиглиц; Науч. ред. пер. [с англ.] Г. М. Куманин. – М. : Изд-во Моск. ун-та : Изд. дом «ИНФРА-М», 1997. – 718 с.

74. Толкушин, А. В. Ипотека в России / А. В. Толкушкин, В. Б. Иванов, А. Н. Кузьминов и др. / Под ред. А. В. Толкушкина. – Москва : Юристъ, 2002. – 525 с.
75. Ужегов, А. Н. Квартира в кредит: ипотечная сделка / А. Н. Ужегов. – Санкт-Петербург [и др.] : Питер, 2001. – 285 с.
76. Фабоцци, Ф., Манн С. Справочник по ценным бумагам с фиксированной процентной ставкой : [в 2 т.] / Фрэнк Фабоцци при участии Стивена Манна ; [пер. с англ. и ред. Д. А. Ключина]. – 7-е изд. – Москва [и др.] : Вильямс, 2008. – 896 с.
77. Хейр, Л. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Под ред. Л. Хейра; пер. с англ. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 416 с.
78. Хоминич, И. П. Управление финансовыми рисками : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры под редакцией И. П. Хоминич, И. В. Пешанской. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 345 с.
79. Экономическая энциклопедия / Под ред.: Л. И. Абалкина / Институт экономики переходного периода. – М. : Экономика, 1999. – 1054 с.
80. Altman, E. Managing Credit Risk, 2nd Edition. – John Wiley and Sons, 2008. – 528 p.
81. Lyttkens, C. H. Institutions, Taxation, and Market Relationships in Ancient Athens. Centre for Labour Market Policy Research : Växjö University. March, 2009. – 489 p.

### **Диссертации и авторефераты**

82. Бонцевич, Д. Н. Ипотека как важнейший институт рынка недвижимости в странах с переходной экономикой: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.01 / Бонцевич Денис Николаевич. – Москва, 2007. – 187 с.
83. Володькова, Л. Д. Механизм и инструменты секьюритизации финансовых активов: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Володькова Лидия Владимировна. – Санкт-Петербург, 2010. – 20 с.
84. Лозинская, А. М. Оценка кредитного риска при ипотечном жилищном кредитовании: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лозинская Агата Максимовна. – Москва, 2015. – 226 с.
85. Лупырь, А. А. Секьюритизация ипотечных активов: механизм, инструменты, подходы к управлению рисками: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Лупырь Алексей Александрович. – Санкт-Петербург, 2014. – 169 с.
86. Мезенцев, В. В. Оценка стоимости кредитного дефолтного свопа корпоративных контрагентов: автореф. дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Мезенцев Вячеслав Викторович. – Москва, 2012. – 22 с.

87. Пенкина, И. А. Мировое хозяйство и международные экономические отношения. Американская модель ипотечного кредитования и возможности ее использования в России: дис .... канд. эконом. наук: 08.00.14 / Пенкина Ирина Александровна. – М., 2000. – 212 с.

88. Попова, Ю. Ю. Развитие рынка кредитных деривативов в российской экономике: дис .... канд. эконом. наук: 08.00.10 / Попова Юлия Юрьевна – Ростов-на-Дону, 2015. – 192 с.

89. Русанов, Ю. Ю. Банковский риск-менеджмент: теоретические проблемы и практика становления и развития в России: автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10 / Русанов Юрий Юрьевич. – Москва, 2005. – 41 с.

90. Русскова, Е. Г. Методология системного исследования инфраструктуры рыночной экономики : автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.01 / Русскова Елена Геннадиевна. – Волгоград, 2007. – 51 с.

### Периодическая литература

91. Александрова, Н. В. Понятие и виды секьюритизации / Н. В. Александрова // Финансы и кредит. – 2007. – № 5 (245). – С.26-30.

92. Ахвледиани, Ю. Т. Страховой бизнес как элемент устойчивого развития национальной экономики // Вестник РЭА им. Г.В. Плеханова. – 2018. – №3 (99). – С.92–96;

93. Барейша, И. Секьюритизация: причины успеха / И. Барейша // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №4. – С.57-61.

94. Белозеров, С. А., Лупырь А. А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий / С. А. Белозеров, А. А. Лупырь // Финансы и кредит. – 2010. – №29 (413). – С.7-15.

95. Берзон, Н. И., Мезенцев В. В. Применение структурных и редуцированных моделей для оценки кредитных дефолтных свопов / Н. И. Берзон, В. В. Мезенцев // XII Межд. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества. В 4 книгах. Кн. 1. – М.: НИУ ВШЭ. – 2012. – С.633-642.

96. Гарипова, З. Л. Требуется концепция развития ипотечного жилищного кредитования / З. Л. Гарипова // Экономика и управление. – 2000. – №1. – С. 6-21.

97. Голик, Д. В. АИЖК и его роль в повышении доступности ипотечного кредитования для населения и обеспечения ликвидности коммерческих банков / Д. В. Голик // Экономика, управление, финансы: материалы VII Международной научной конференции. – 2017. – С.6-10.

98. Гусаков, В., Еропкин Д. Применение секьюритизации при реструктуризации банков. Опыт реструктуризации банка «Российский кредит» / В. Гусаков, Д. Еропкин // РЦБ. – 2001. – № 4. – С.8-10.

99. Дубинский, А. Расчетный агент как фактор повышения эффективности сделок секьюритизации / А. Дубинский // Энциклопедия российской секьюритизации-2017. – 2017. – С.158-163.
100. Капитонова, М. В. Социальное значение и перспективы развития ипотечного кредитования / М. В. Капитонова // Актуальные вопросы экономических наук: материалы III междунар. науч. конф. – Уфа: Лето. – 2014. – С.62-64.
101. Крупнейшие оригинаторы по объему секьюритизированных активов по итогам 2019 года // Энциклопедия российской секьюритизации-2020. – 2020. – С.171.
102. Лепехин, И. А. Понятие, особенности и виды ипотечного кредитования жилищного строительства в Российской Федерации / И. А. Лепехин // Бизнес в законе. – 2009. – №2. – С.183-185.
103. Мамай, П. Облигации ООО «Русский Стандарт – Финанс» - российский дебют обеспечения активами / П. Мамай // Рынок ценных бумаг. – М. – 2002. – № 17. – С.36-40.
104. Наточеева, Н. Н. Секьюритизация активов как инновационный механизм финансового обеспечения банка / Н. Н. Наточеева, А. С. Никлаус // Экономика и предпринимательство. – 2017. – № 9-4 (86). – С.687-695.
105. Наточеева, Н. Н. Финансовое обеспечение коммерческих банков: российский и мировой опыт / Н. Н. Наточеева, А. С. Никлаус // Финансовые стратегии и модели экономического роста России: проблемы и решения. – М. – 2017. – С.191-203.
106. Попова, Г.В. Развитие: понятие и сущность (теоретический аспект) // Вестник Санкт-петербургского университета МВД России – Санкт-Петербург. . – 2009. - С.139-148
107. Потомова, С. А. Классификация рисков секьюритизации активов и механизмы их снижения / С. А. Потомова // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Серия: Экономика. Изд-во Волгоградского филиала ФГБОУ ВО РАНХиГС, Волгоград. – 2016. – № 1. – С. 84-88.
108. Потомова, С. А. Мультиоригинаторные сделки секьюритизации: проблемы и перспективы применения / С. А. Потомова // Вопросы управления. –2018. – №6. – С. 98-105.
109. Потомова, С. А. Оценка уровня кредитного риска ипотечного кредитования в коммерческом банке и предложения по его снижению (на примере ПАО «ВТБ24») / С. А. Потомова, Н. И. Меркулова // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. – 2015. – № 4. – С. 235-246.
110. Потомова, С. А. Перспективы секьюритизации как источника фондирования ипотечных кредитов в современных условиях / С. А. Потомова // Россия: тенденции и перспективы развития. Ежегодник. Вып. 14 – РАН. ИНИОН. Отд. науч. сотрудничества. – М., 2019. – Ч. 1. С. 374-377.

111. Потомова, С. А. Роль мониторинга стоимости заложенной недвижимости в процессе секьюритизации ипотечных активов / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2020. – №1. – С. 35-49.

112. Потомова, С. А. Современное состояние ипотечного покрытия секьюритизируемых активов в банке ПАО «ВТБ 24» / С. А. Потомова // Актуальные проблемы экономики и права. – 2018. – Т. 12, № 1. – С. 49-64.

113. Потомова, С. А. Факторы, оказывающие влияние на развитие рынка секьюритизации в России / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2017. – №11 (731). – С.610-619.

114. Потомова, С. А., Брехова, Ю. В. Цифровая ипотека: проблемы и перспективы внедрения // Материалы XIV Международной научно-практической конференции молодых ученых, студентов и магистрантов, посвященной памяти выдающегося экономиста В.Д. Новодворского. Изд-во: Алтайский государственный университет. Под редакцией Д. В. Коханенко (Барнаул). – 2019. – С.211-214.

115. Русанов, Ю. Ю. Влияние регулятивного банковского риска на уровень доверия к кредитным организациям / Ю. Ю. Русанов // Механизмы снижения уязвимости банковского сектора России: материалы научно-практической конференции «Сегодня и завтра банковского сектора России», 19-20 октября 2016 г Изд-во: РЭУ им. Г. В. Плеханова. Под редакцией Ю. А. Ровенского (Москва). – 2016. – С.236-247.

116. Русанов, Ю. Ю. Субъектные подходы как инновационная схема оценки репутационного банковского риска / Ю. Ю. Русанов // Инновации и инвестиции. – № 1. – 2017. – С.20-23.

117. Русанов, Ю. Ю. Факторы и индикация репутационных банковских рисков // Банковские услуги. – 2017. – №7 – С.30-33.

118. Семенкова, Е. В. Влияние санкций на развитие финансового рынка // Россия в условиях экономических санкций. Материалы VIII Международной научно-практической конференции. Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова. – 2018. – С.199-205.

119. Семенкова, Е. В. Новые тенденции финансового инвестирования на российском рынке // Финансы, деньги, инвестиции. – 2018. – №1 (65). – С.24-27.

120. Сергеев, Д. А. Влияние системы ипотечного кредитования на преодоление кризисных явлений в экономике / Д. А. Сергеев // Финансовые проблемы РФ и пути их решения: теория и практика. Материалы Международной научно-практической конференции. СПб.: Нестор. – 2000. – С.186-191.

121. Тарачев, В. А. Кредитные риски и развитие банковской системы / А. В. Тарачев // Деньги и кредит. – 2003. – № 6. – С.25-27.

122. Туктаров, Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды / Ю. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 16. – С.45-51.
123. Файзуллин, Т. Н. Перспективы развития мультиоригинаторных сделок ипотечной секьюритизации в региональных банках / Т. Н. Файзуллин // Энциклопедия российской секьюритизации. – СПб. – 2014. – С.98-101.
124. Чернаков, В. Мультиоригинаторные сделки: вероятные риски и возможности. Практический опыт реализации / В. Чернаков // Энциклопедия российской секьюритизации 2017. – 2017. – С.106-110.
125. Шаутин, С. В. Риск-факторы российских ипотечных ценных бумаг / С. В. Шаутин // Финансы и кредит. – 2017. № 26. – С.1533-1544.
126. Шахунян, М. Г. Хеджирование кредитных рисков / М. Г. Шахунян // Финансы. – 2007. – № 1. – С.12–15.
127. Шварц, С. Л. Алхимия секьюритизации активов / С. Л. Шварц // Журнал «Закон». – 2008. – № 12. – С.217-226.
128. Шкарупа, Е. А. Финансово-кредитная инфраструктура сельского хозяйства как элемент финансовой и кредитной систем государства // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2017. – Том 7. № 1В. – С. 274-284.
129. Щеглова, С. С., Колесник Е. С. Управление рисками в банковской деятельности / С. С. Щеглова, Е. С. Колесник // Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции. – 2017. – №1. – С.76-80.
130. Andreades, A. M. A History of Greek Public Finance / A. M. Andreades // Translated by Carroll Brown. Cambridge: Cambridge University Press. – 1933. – Vol. 1. – pp.159-161.
131. Batkovskiy, V. A. Developing intelligent decision support systems in multi-criteria problems of administrative-territorial formations infrastructure projects assessment / V. A. Batkovskiy // Journal of applied economic sciences.– 2017. – Vol. 12. № 5. – pp.1301-1311.
132. Black, F., Scholes M. The pricing of options and corporate liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – Vol. 81. – pp.81-98.
133. Fantazzini, D. A new Approach for firm value and default probability estimation beyond the merton models / D. Fantazzini, M. E. Degiuli, M. A. Maggi // Computational Economics. – 2008. – 31(2). – pp.161-180.
134. Frankel, T. The Law of Cross-border Securitization: Lex Juris / T. Frankel // Duke Journal of Comparative and International Law. – 2002. – Vol. 12. – pp.475-492.
135. Merton, R. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates / R. Merton // Journal of Finance. – 1974. – № 29. – pp.449-470.

136. Schwarcz, S. L. The Universal Language of Cross-border Finance / S. L. Schwarcz // 8 Duke Journal of Comparative & International Law. – Durham, N.C. : Duke university School of law. – 1998. – Vol. 8, № 2. – pp.235-254.

### Электронные ресурсы

137. Агентство по страхованию вкладов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.asv.org.ru/agency/> (дата обращения: 03.05.2019).

138. Белозёров, С. А., Лупырь А. А. Исторические формы современного механизма секьюритизации активов [Электронный ресурс] // Вестник СПбГУ. Серия 5: Экономика. – 2010. – №2. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/istoricheskie-formy-sovremennogo-mehanizma-sekjuritizatsii-aktivov> (дата обращения: 14.04.2016).

139. Благих, И. А., Яковлев А. А. Ипотечное кредитование в Российской Федерации [Электронный ресурс] // ПСЭ. – 2010. – №3. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/ipotechnoe-kreditovanie-v-rossiyskoj-federatsii> (дата обращения: 25.04.2017).

140. Галанов, В. А., Берзон, Н. И. Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата / Н. И. Берзон и др. / Под общей редакцией Н. И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, – 2019. – 514 с. – (Бакалавр. Академический курс). – [Электронный ресурс] // ЭБС Юрайт [сайт]. – Режим доступа: <https://www-biblio-online.ru.ezproxy.ranepa.ru:2443/bcode/444713> (дата обращения: 06.06.2019).

141. Гойхер, О. Л., Ларюшкина А. А. Экономическая система: понятие, виды, свойства [Электронный ресурс] // Вестник ГУУ. – 2013. – №16. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskaya-sistema-ponyatie-vidy-svoystva> (дата обращения: 28.03.2017).

142. Группировка задолженности по ипотечным жилищным кредитам по срокам задержки платежей [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TbIID=4-11>(дата обращения: 06.06.2020).

143. Дементьев, Н. П. Жилищная ипотека в современной России [Электронный ресурс] // Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки. – 2015. – т. 15. – Вып. 1. – Режим доступа: [https://nsu.ru/rs/mw/link/Media:/37824/2015\\_1\\_07.pdf](https://nsu.ru/rs/mw/link/Media:/37824/2015_1_07.pdf) (дата обращения: 21.10.2015).

144. Единый стандарт ипотечного кредитования АО «АИЖК» [Электронный ресурс] // ДОМ.РФ. – Режим доступа: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/upload/iblock/da0/da0d8cbe4170d7748154e26898937772.pdf> (дата обращения: 09.09.2018).

145. ЗАО «ИА Райффайзен 01» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.maraiffeisen01.ru/> (дата обращения: 11.08.2016).
146. Индексы [Электронный ресурс] // Cbonds. – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/indexes/search.php> (дата обращения: 06.09.2020).
147. Ипотечные жилищные кредиты, предоставленные физическим лицам-резидентам, и приобретенные права требования по ипотечным жилищным кредитам в рублях [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TblID=4-3> (дата обращения: 17.09.2019).
148. Ипотечные программы [Электронный ресурс] // ПАО «ВТБ». – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/personal/ipoteka/> (дата обращения: 24.08.2019).
149. Козлов, Д. Н., Юденков Ю. Н. Контроль регуляторных рисков. [Электронный ресурс] // ReglamentBank: информационно-методическая система – Режим доступа: <http://futurebanking.ru/reglamentbank/article/2092> (дата обращения: 14.09.2018).
150. Корпоративное управление [Электронный ресурс] // ДОМ.РФ. ». – Режим доступа: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/about/corp-management-more/#scheme-anchor4708> (дата обращения: 29.03.2019).
151. Ликвидность банковского сектора, инструменты денежно-кредитной политики и другие операции Банка России [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=idkp\\_br](https://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=idkp_br) (дата обращения: 16.09.2020).
152. Ловцова, А. А. Некоторые проблемы взыскания залогового имущества по договорам ипотеки [Электронный ресурс] // Политика, государство и право. – 2013. – № 6. – Режим доступа: <http://politika.snauka.ru/2013/06/827> (дата обращения: 11.11.2017).
153. Методика определения стоимости облигаций с ипотечным покрытием [Электронный ресурс] // Национальный расчетный депозитарий. – Режим доступа: [https://www.nsd.ru/ru/services/info/valuation\\_center/](https://www.nsd.ru/ru/services/info/valuation_center/) (дата обращения: 11.05.2016).
154. Михайлов, С. Жилищный вопрос. Почему ипотечные облигации не востребованы у частных инвесторов [Электронный ресурс] // Forbes. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/357805-bespoleznye-metry-pochemu-v-rossii-ne-vostrebovany-ipotechnye-obligacii> (дата обращения: 19.03.2019).
155. Мультиоригинаторная платформа секьюритизации 14 марта 2014 г. Москва [Электронный ресурс] // Русипотека - Аналитический Центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: <http://rusipoteka.ru/files/events/2014/1403/muzikina.pdf> (дата обращения 23.09.2018).
156. О необходимости развития рынка ипотечных облигаций для реализации национального проекта «Жилье и городская среда» [Электронный ресурс] // Центр макроэкономиче-

ского анализа и краткосрочного прогнозирования. – Режим доступа: [http://www.forecast.ru/\\_ARCHIVE/Analytics/AIGK/ICB.pdf](http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/AIGK/ICB.pdf) (дата обращения: 18.04.2020)

157. Обзор рынка ипотечных ценных бумаг в 2019 году [Электронный ресурс] // ДОМ.РФ. – Режим доступа: <https://дом.рф/analytics/> (дата обращения 23.02.2020).

158. Облигации: Инвестторгбанк, 1-ИП [Электронный ресурс] // Cbonds. – Режим доступа: <http://cbonds.ru/emissions/issue/92325> (дата обращения: 09.02.2019).

159. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main\\_directions.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf) (дата обращения: 16.06.2019).

160. План мероприятий («дорожная карта») по реализации основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов. [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: <https://cbr.ru/Press/event/?id=2546> (дата обращения: 05.12.2019)

161. Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=ipoteka> (дата обращения: 18.09.2020).

162. Порошина, А. М. Обзор подходов к моделированию кредитного риска на портфельном уровне [Электронный ресурс] // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. – №3. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/obzor-podhodov-k-modelirovaniyu-kreditnogo-riska-na-portfelnom-urovne> (дата обращения: 04.06.2019).

163. Развитие рынка секьюритизации финансовых активов [Электронный ресурс] // Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/44036/pres\\_sep\\_2316.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/44036/pres_sep_2316.pdf) (дата обращения: 19.01.2017).

164. Романова, Л. Р. Формирования эффективной системы управления регуляторным риском в российских банках [Электронный ресурс] // Российский экономический интернет-журнал, – 2017. – № 2. – Режим доступа: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/04e/04e67a6f7bff0a0f8490f979a28f3838.pdf> (дата обращения: 01.03.2018).

165. Российский рынок факторинга в 1-м полугодии 2018 года: в погоне за маржой [Электронный ресурс] // АО «Эксперт РА». – Режим доступа: [https://gaexpert.ru/researches/factoring/factoring\\_1h\\_2018](https://gaexpert.ru/researches/factoring/factoring_1h_2018) (дата обращения: 20.09.2018).

166. Росстат. Уровень жизни [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#) (дата обращения: 22.08.2020).

167. Росстат. Уровень жизни [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_-main/rosstat/ru/statistics/population-/level/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_-main/rosstat/ru/statistics/population-/level/#) (дата обращения: 22.08.2020)

168. Русанов, Ю. Ю. Субъектные подходы как инновационная схема оценки репутационного банковского риска [Электронный ресурс] // Инновации и инвестиции. - 2017. - № 1. – Режим доступа: <http://innovazia.ru/upload/iblock/4b3/%E2%84%961%202017.pdf> (дата обращения: 04.01.2019).

169. Рыкова, И. Н. Риски развития регионального банковского сектора [Электронный ресурс] // ЭТАП. – 2012. – №3. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/riski-razvitiya-regionalnogo-bankovskogo-sektora> (дата обращения: 16.07.2019).

170. Сборники укрупненных показателей восстановительной стоимости зданий и сооружений для переоценки основных фондов [Электронный ресурс] // УПВС Онлайн - Электронная версия. – Режим доступа: <https://upvs-online.ru/upvs-sborniki-ukrupnennyh-pokazatel/sbornik-28-zhilye-obshhestvennye-i-kommunalnye-zdaniya-bytovogo-obsluzhivaniya/otdel-i-zhilye-zdaniya/1-zhilye-zdaniya-s-polnometrazhnymi-kvartirami/tablica-37-zhilye-zdaniya-dvenadcatijetazhnye-kirpichnye-s-podvalom/> (дата обращения: 22.05.2019).

171. Сделки секьюритизации ипотечных кредитов [Электронный ресурс] // Русипотека - Аналитический Центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: [http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek\\_yuritizaciya\\_ipotechnyh\\_kreditov/](http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/) (дата обращения: 06.09.2020).

172. Секьюритизация в России. Пути развития рынка и снижения стоимости заимствований. Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации. [Электронный ресурс] // Международная финансовая корпорация. Март 2005. – Режим доступа: <http://documents.worldbank.org/curated/en/783261468096247816/pdf/3922-40RUSSIAN0RU0Securitization01PUBLIC1.pdf> (дата обращения: 13.12.2015).

173. Тихомирова, Е. В. Организация кредитного риск-менеджмента банков как условие активизации инвестиционного кредитования [Электронный ресурс] // Финансы и кредит. – 2014. – №36 (612). – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/organizatsiya-kreditnogo-risk-menedzhmenta-bankov-kak-uslovie-aktivizatsii-investitsionnogo-kreditovaniya> (дата обращения: 16.07.2019).

174. Топ-10 крупнейших фондовых бирж по капитализации [Электронный ресурс] // Digital-media - информационно-аналитический портал — Режим доступа: <https://investfuture.ru/news/id/top-10-krupneyshih-fondovyh-birj-po-kapitalizacii> (дата обращения: 06.09.2020)..

175. ТОП-10 мировых бирж [Электронный ресурс] // «БКС-Экспресс» - информационно-аналитический портал — Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/top-10-mirovykh-birzh> (дата обращения: 22.12.2018)).

176. Туктаров, Ю. Ю. Секьюритизация и уступка будущих требований [Электронный ресурс] // Русипотека - Аналитический Центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/publications/project-2008/tuktarov-7.pdf> (дата обращения: 04.12.2015).

177. Fitch Russia & CIS [Электронный ресурс] // Fitch Ratings CIS Ltd. – URL: <https://www.fitchratings.com/site/russia> (дата обращения: 26.04.2016).

178. Implementation of the compliance principles. Basel Committee on Banking Supervision [Электронный ресурс] // Bank for International Settlements. – URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs142.pdf> (дата обращения: 27.03.2018).

179. Milan, Province [Электронный ресурс] // Moody's Analytics – URL: <https://www.moody.com/credit-ratings/Milan-Province-of-credit-rating-600049254> (дата обращения: 03.04.2017).

## Приложение А

(справочное)

### Статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1

Таблица А.1 – Статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1.

Названия параметров	$a_i (i = 1, \dots, 13), b_i$	$se_i (i = 1, \dots, 13), se_b$	$ t_{набл} $	Значимость
Сумма кредита	$-5,4095 \times 10^{-8}$	$2,3652 \times 10^{-8}$	2,29	+
Величина % ставки	0	0		
Федеральный округ	0,0035	0,0026	1,35	
Площадь объекта	0,0005	0,0002	2,50	+
Рыночная стоимость залога	$1,5754 \times 10^{-8}$	$1,0955 \times 10^{-8}$	1,44	
Лет до погашения обязательства	0,1981	0,0079	25,08	+
Полный срок кредита, лет	-0,1758	0,0075	23,44	+
Размер платежа	$-4,9420 \times 10^{-7}$	$1,3826 \times 10^{-6}$	0,36	
% исполнения основного долга	-0,1385	0,0579	2,39	+
% исполнения процентного долга	0,7628	0,1263	6,04	+
Неисполнение основного долга	$8,3780 \times 10^{-8}$	$3,1864 \times 10^{-8}$	2,63	+
Неисполнение процентного долга	$-4,2615 \times 10^{-8}$	$1,7935 \times 10^{-8}$	2,38	+
Кредит/залог	0,0909	0,0596	1,53	
Дефолтный/недефолтный	0,5054	0,1264	4,00	

*Источник:* рассчитано автором.

## Приложение Б

(справочное)

### Статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1 (выборочная совокупность)

Таблица Б.1 – Статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 1 (выборочная совокупность).

Названия параметров	$a_i (i = 1, \dots, 13), b_i$	$se_i (i = 1, \dots, 13), se_b$	$ t_{\text{набл}} $	Значимость
Сумма кредита	$5,2963 \times 10^{-8}$	$2,1743 \times 10^{-7}$	0,24	
Величина % ставки	0	0		
Федеральный округ	-0,0137	0,0090	1,52	
Площадь объекта	0,0009	0,0010	0,90	
Рыночная стоимость залога	$-3,4477 \times 10^{-8}$	$8,0204 \times 10^{-8}$	0,43	
Лет до погашения обязательства	0,2556	0,0316	8,09	+
Полный срок кредита, лет	-0,2654	0,0313	8,48	+
Размер платежа	$-3,6087 \times 10^{-5}$	$1,9311 \times 10^{-5}$	1,87	
% исполнения основного долга	0,0300	0,2674	0,11	
% исполнения процентного долга	-0,1544	0,4108	0,38	
Неисполнение основного долга	$5,7206 \times 10^{-7}$	$4,1948 \times 10^{-7}$	1,36	
Неисполнение процентного долга	$-1,7588 \times 10^{-7}$	$1,4722 \times 10^{-7}$	1,19	
Кредит/залог	0,1423	0,3065	0,46	
Дефолтный/недефолтный	2,0502	0,4630	4,43	

Источник: рассчитано автором.

## Приложение В

(справочное)

### Статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2

Таблица В.1 – Статистические показатели генеральной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2.

Названия параметров	$a_i (i = 1, \dots, 13),$ $b_i$	$se_i (i = 1, \dots,$ $13), se_b$	$ t_{\text{набл}} $	Значимость
Сумма кредита	$-2,0726 \times 10^{-8}$	$1,2847 \times 10^{-8}$	1,61	
Величина % ставки	-1,1973	0,6910	1,73	
Федеральный округ	-0,0030	0,0012	2,50	+
Площадь объекта	0,0001	0,0001	1,00	
Рыночная стоимость залога	$-4,7383 \times 10^{-9}$	$4,0490 \times 10^{-9}$	1,17	
Лет до погашения обязательства	0,0914	0,0055	16,62	+
Полный срок кредита, лет	-0,0865	0,0054	16,02	+
Размер платежа	$2,1187 \times 10^{-6}$	$7,0772 \times 10^{-7}$	2,99	+
% исполнения основного долга	0,0586	0,0271	2,16	+
% исполнения процентного долга	0,0405	0,0163	2,48	+
Неисполнение основного долга	$2,8025 \times 10^{-8}$	$1,8645 \times 10^{-8}$	1,50	
Неисполнение процентного долга	$-2,0536 \times 10^{-8}$	$1,0114 \times 10^{-8}$	2,03	+
Кредит/залог	-0,0350	0,0300	1,17	
Дефолтный/недефолтный	0,4121	0,0836	4,93	

*Источник:* рассчитано автором.

## Приложение Г

(справочное)

**Статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2 (выборочная совокупность)**

Таблица Г.1 – Статистические показатели выборочной совокупности данных, характеризующих сведения об ипотечном покрытии облигаций Выпуск 2 (выборочная совокупность).

Названия параметров	$a_i (i = 1, \dots, 13),$ $b_i$	$se_i (i = 1, \dots,$ $13), se_b$	$ t_{\text{набл}} $	Значимость
Сумма кредита	$1,1879 \times 10^{-7}$	$1,0730 \times 10^{-7}$	1,11	
Величина % ставки	-3,2880	1,4905	2,21	+
Федеральный округ	-0,0086	0,0034	2,53	+
Площадь объекта	0,0013	0,0007	1,86	
Рыночная стоимость залога	$-5,6634 \times 10^{-8}$	$2,6885 \times 10^{-8}$	2,11	+
Лет до погашения обязательства	0,0822	0,0143	5,75	+
Полный срок кредита, лет	-0,0784	0,0138	5,68	+
Размер платежа	$1,0591 \times 10^{-6}$	$4,3941 \times 10^{-6}$	0,24	
% исполнения основного долга	-0,0660	0,1306	0,51	
% исполнения процентного долга	-0,0158	0,0281	0,56	
Неисполнение основного долга	$-1,2636 \times 10^{-7}$	$2,0799 \times 10^{-7}$	0,61	
Неисполнение процентного долга	$-5,2749 \times 10^{-8}$	$1,1858 \times 10^{-7}$	0,44	
Кредит/залог	-0,1767	0,1336	1,32	
Дефолтный/недефолтный	0,8386	0,2124	3,95	

*Источник:* рассчитано автором.

## Приложение Д

(справочное)

**Типовой перечень отчетной информации о выпуске ипотечных ценных бумаг, представляемый в единый центр сбора и обработки информации после первичного размещения**

Таблица Д.1 – Типовой перечень отчетной информации о выпуске ипотечных ценных бумаг, представляемый в единый центр сбора и обработки информации после первичного размещения

Наименование	Содержание
Реестр ипотечного покрытия	Данные о включенных в пул покрытия ипотечных кредитах
Проспект ценных бумаг	Сведения согласно ст. 22 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»
Бухгалтерская отчетность спецюрлица за три предшествующих года с аудиторским заключением	В соответствии с приказом Министерства Финансов России от 2 июля 2010 г. № 66н «О формах бухгалтерской отчетности организаций»
Решение о выпуске ипотечных ценных бумаг	В соответствии с «Положением о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (утв. Банком России 11.08.2014 N 428-П)
Сведения об учетной политике спецюрлица	С обязательным указанием назначенной компании по ведению бухгалтерского учета и организации, переданной полномочия единоличного исполнительного органа
Уведомление об итогах выпуска ценных бумаг	В соответствии с ст. 5 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»
Сведения о включенных в сделку элементах инфраструктуры	Полное наименование юридического лица и адрес регистрации: трасти, платежного агента, сервисера, депозитария, страховой и управляющей компании, гаранта, консалтингового агентства и т.д.

*Источник:* составлено автором.



Продолжение таблицы Е.1

1. № п/п (порядковый номер включенного ипотечного кредита);
2. Существо обязательства (в формате согласно Гражданскому кодексу РФ);
3. Номер договора;
4. Дата договора (формат: ДД.ММ.ГГГГ);
5. Основная сумма долга;
6. Валюта обязательства;
7. Величина процентной ставки (в %, округление до сотых);
8. Государственная регистрация ипотеки:
  - 8А – Номер (согласно документу регистрации);
  - 8В – Дата (формат: ДД.ММ.ГГГГ);
  - 8С – Орган регистрации (полное официальное название);
  - 8D – Дата выдачи закладной (формат: ДД.ММ.ГГГГ);
  - 8Е – Орган, выдавший закладную (полное официальное название);
9. Сведения о недвижимом имуществе:
  - 9А – Вид (квартира/дом с земельным участком/земельный участок/машино-место/садовый дом/гаражи/иные строения потребительского назначения);
  - 9В – Завершенность строительства (З/Н);
  - 9С – Региональная принадлежность (формат: федеральный округ, полное наименование региона);
  - 9D – Место нахождения (формат: город, улица, дом/строение, квартира (если имеется));
  - 9Е – Назначение объекта (жилое/нежилое);
  - 9F – Площадь объекта (в м<sup>2</sup>);
  - 9G – Рыночная стоимость, определенная независимым оценщиком (в руб.);
  - 9Н – Дата определения рыночной стоимости (формат: ДД.ММ.ГГГГ);

*Продолжение таблицы Е.1*

10. Дата приобретения требования (формат: ДД.ММ.ГГГГ);
11. Срок уплаты суммы требования или, если эта сумма подлежит уплате по частям, сроки платежей и размер каждого из них, либо план погашения долга
  - 11А – Срок погашения обязательства (формат: ДД.ММ.ГГГГ);
  - 11В – Полный срок кредита (в годах, округление до сотых);
  - 11С – Количество лет до погашения обязательства (в годах, округление до сотых);
  - 11D – Размер платежа (в руб.);
12. Сведения о просрочке платежей:
  - 12А – Дата возникновения (формат: ДД.ММ.ГГГГ);
  - 12В – Количество дней просрочки (формат: ДД);
  - 12С – Дата окончания (формат: ДД.ММ.ГГГГ);
  - 12D – Общая сумма дней просрочки (количество дней);
13. Степень исполнения обязательств:
  - 13А – Долг (в %);
  - 13В – Проценты (в %);
14. Сумма (размер) неисполненного требования (в руб.);
  - 14А – Основная сумма долга (в руб.);
  - 14В – Размер процентов, которые должны быть уплачены (в руб.);
15. Отношение суммы кредита к стоимости заложенного имущества «кредит/зalog» (в %);
16. Указание на то, что требование должно учитываться при определении размера ипотечного покрытия (включен/исключен).

Источник: составлено автором на основе: Приказ ФСФР РФ от 01.11.2005 № 05-60/пз-н (ред. от 03.07.2008) «Об утверждении Положения о деятельности специализированных депозитариев ипотечного покрытия и Правил ведения реестра ипотечного покрытия» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 29.12.2005 № 7329)