

*На правах рукописи*



**ПОТОМОВА СОФЬЯ АЛЕКСАНДРОВНА**

**РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ  
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**Специальность 08.00.10**

**«Финансы, денежное обращение и кредит»**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Москва – 2020**

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова».

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор

**Русанов Юрий Юрьевич**

Официальные оппоненты – **Бунич Галина Алексеевна,**

доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», департамент мировых финансов, профессор

– **Шкарупа Екатерина Александровна,**

кандидат экономических наук, доцент, ФГАОУ ВО «Волгоградский государственный университет», институт экономики и финансов, кафедра теории финансов, кредита и налогообложения, доцент

Ведущая организация – Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

Защита диссертации состоится «09» февраля 2021 г. в 11 часов 00 минут на заседании диссертационного совета Д 212.196.02, созданного на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, Москва, Стремянный переулок, д. 36, 3-й корпус, ауд. 353.

С диссертацией можно ознакомиться в Научно-информационном библиотечном центре имени академика Л.И. Абалкина ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, г. Москва, ул. Зацепа, д.43 и на сайте организации: <http://ords.rea.ru>.

Автореферат разослан «10» декабря 2020 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета



Маршавина Любовь Яковлевна

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

*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 коронавирусной 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 г. объем предоставленных ипотечных кредитов составил более 8 трлн. руб., в относительном выражении прирост 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.

Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации представляет собой комплекс 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, препятствующие 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 Российской Федерации.

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. Ивашенко, 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. Русской, 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 ипотечной секьюритизации.

*Методологической основой исследования* являются общенаучные приемы: 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 исследо-

вания являются научные разработки международных организаций, материалы научных и практических конференций, круглых столов, касающихся современных проблем рынка секьюритизированных активов.

*Эмпирическую основу исследования* 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, материалы 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 понятия «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 и проведение 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 ценных 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 объемом 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 и приложений.

## II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

*1. 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 понятия «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.*

Повсеместное распространение института ипотечного кредитования привело к проблеме смешивания понятий «ипотека» и «ипотечное кредитование», что повлекло за собой искажение понимания структуры отношений и его субъектного состава. Использование понятия «ипотека» следует связывать с его историческим значением «залог», то есть ипотека представляет особую форму обеспечения. Понятие же «ипотечное кредитование» относится к отношениям, складывающимся в процессе кредитования с использованием такой формы залога как ипотека. Указанная дефиниция позволяет обособить понимание специфики такой формы залога (высокая стоимость, долгосрочный характер, привязка к местоположению) и двойственной сущности ипотечного кредита (залогом всегда является недвижимость, а целью кредита является залог). Под ипотечным кредитованием следует понимать 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. Рефинансирование подразумевает применение инструмента секьюритизации. Его инновационность и зарубежный характер происхождения порождают размытие границ применения и понимания его сущности. На основании проведенного исследования предложена авторская трактов-

ка 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 активов в денежные средства.

Обеспечение стабильного и бесперебойного проведения секьюритизации базируется на сформированной и стабильно функционирующей инфраструктуре рынка. Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации в диссертации определена как комплекс взаимосвязанных институтов, активно участвующих в преобразовании ипотечных кредитов в производные финансовые инструменты. Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации схематично показана на рисунке 1.

***2. 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.***

Результатом развития любой системы, как правило, предполагается такое преобразование самих элементов, которое позволяет качественно или/и количественно лучше выполнять ими свои функции. В то же время особенностью любой инфраструктуры является её способность к быстрым преобразованиям.

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.

В условиях общественной самоизоляции резко возросла потребность в расширении удаленного формата взаимодействия, что способствовало развитию цифровых институтов инфраструктуры. Одновременно с этим выросли потери компаний из-за утечки информации и роста затрат на создание информационной среды. Двойственная основа развития раскрывается, с одной стороны, в существовании рисков, вызывающих потребность в развитии, а с другой стороны, любое изменение, коим является развитие, всегда находит негативные отклики среди других институтов и связанных между собой систем.

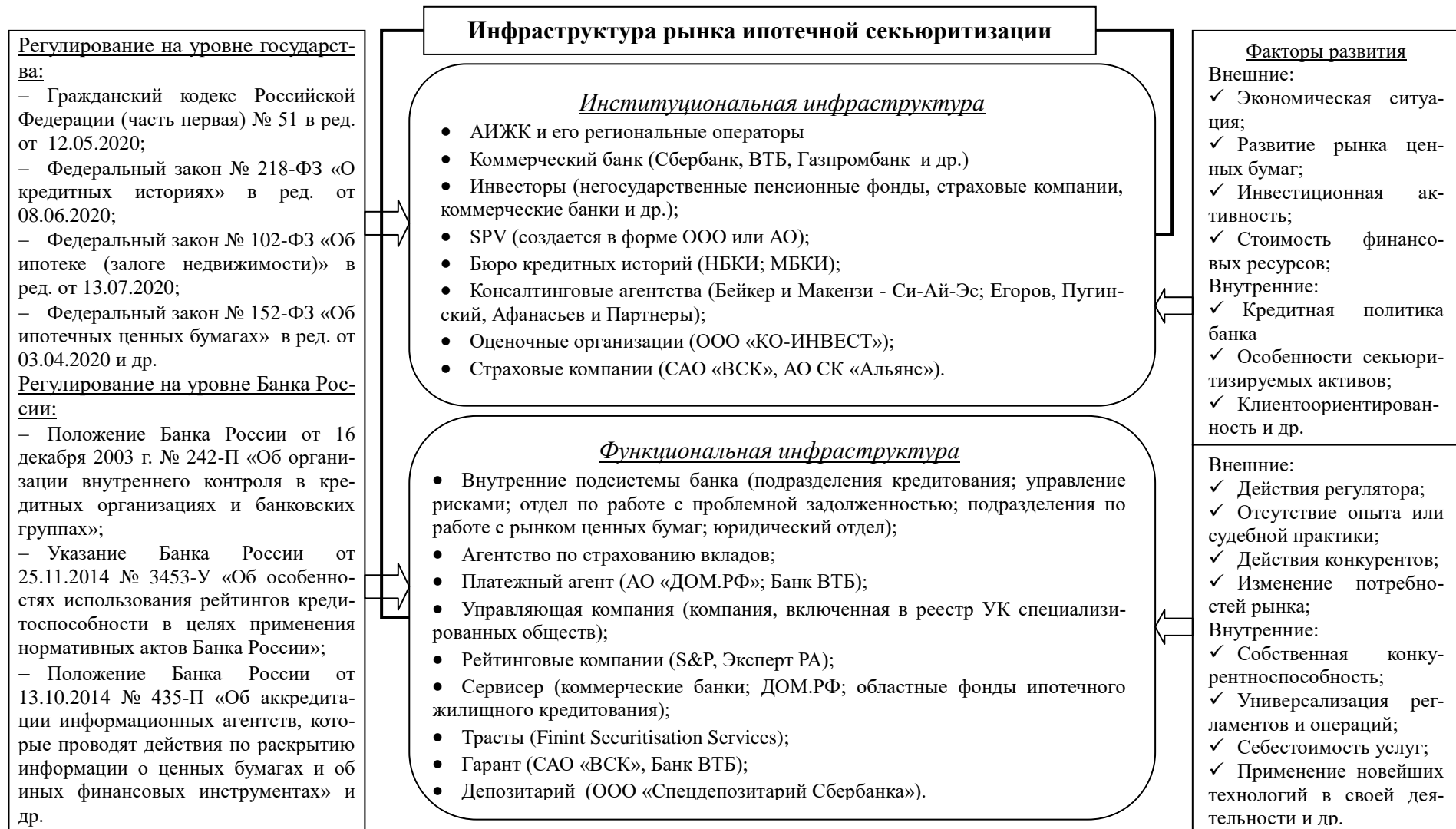


Рисунок 1 – Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации Российской Федерации

Источник: разработано автором.

Главной задачей в решении вопроса идентификации рисков развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации является разделение рисков на: риски, вызывающие потребность в развитии, и риски, для которых развитие является фактором их образования. Данная классификация позволяет оценить степень потребности в развитии инфраструктуры. В таблице 1 раскрыта сущность рисков развития исходя из источника возникновения.

Таблица 1 – 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 снижения стоимости заложенного имущества, включенного в состав ипотечного покрытия.
	Цифровизации	Риск внедрения и распространения цифровых и иных инновационных 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, неисполнения 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 проекты 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, выражающийся исключительно в номинальных итогах деятельности.
	Отсутствия регулирования и опыта	Риск опережения преобразований инфраструктуры над развитием правового регулирования какой-либо области секьюритизации, в силу чего невозможно дальнейшее развитие
	Непринятия рынком	Вероятность выбора стратегии развития, несовпадающей с потребностями рынка.

*Источник:* разработано автором.

Риски, вызывающие потребность в развитии, связаны с естественным процессом эволюции денежно-кредитных отношений. Так как основой функциониро-

вания инфраструктуры является ее способность подстраиваться и дополнять рынок секьюритизации, то любое игнорирование происходящих изменений влечет за собой риски. Наиболее критичным по степени возникновения является кредитный риск, который связан непосредственно с финансовой составляющей 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, имеет риск отсутствия регулирования и опыта и он относится к наиболее опасным с точки зрения последствий. Невозможность применения новых технологий или функционирования новых институтов инфраструктуры по причине отсутствия регулирования и опыта их взаимодействия лишает развитие его конечной цели – улучшение функционирования инфраструктуры. Таким образом, инфраструктура, снижая или передавая в процессе развития риски, вызывающие этот процесс, создаёт и повышает риски, являющиеся следствием процесса развития.

***3. 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.***

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 – стоимости обеспечения.

Для анализа уровня кредитного риска выпущенных ипотечных ценных бумаг в диссертации предложено использование метода корреляционно-регрессионного анализа вероятности дефолта ипотечного кредита. С целью оценки уровня кредитного риска в диссертации проанализированы облигации, выпущенные банком ПАО «ВТБ 24», обеспечением которых являются ипотечные кредиты, выданные банком с 2010 по 2014 гг. (Таблица 2), что позволяет проследить историю дефолтных кредитов на разных этапах их существования.

Таблица 2 – Основные характеристики анализируемых выпусков ипотечных ценных бумаг

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

*Источник:* составлено автором по данным: Ипотечные программы [Электронный ресурс] // ПАО «ВТБ». – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/personal/ipoteka/> (дата обращения: 24.08.2020).

В результате анализа определены уровни кредитного риска: выпуск 1 – 5,4%; выпуск 2 – 7,8%. Для подтверждения прогностической способности модель была апробирована на пуле ипотечного покрытия банка ПАО «ВТБ 24» объемом 3326 ипотечных кредитов. Сравнение сценарных и реальных показателей продемонстрировало верность прогнозов дефолтов в 73% случаев, что подтверждает предположение о возможности применения данной методики к анализу пула ипотечного покрытия.

Основываясь на уровне дефолтов в выбранных пулах ипотечных активов, в диссертации выдвинуто предположение о растущем уровне кредитного риска выпущенных облигаций. Анализ таких макроэкономических показателей, как 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 и нуждаются в постоянном контроле для оперативного реагирования на изменения уровня риска.

С целью учета возможности проявления специфических форм кредитного риска в методику оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг в диссертации предлагается включить показатель, отражающий изменение рыночной стоимости заложенного имущества по этим ипотечным кредитам. Постоянный контроль и своевременное реагирование на изменение стоимости залога являются наиболее эффективными мерами снижения кредитного риска. В условиях снижения мировых цен на нефть и последующей девальвации национальной валюты желание граждан сохранить накопления в недвижимости создает условия для

формирования финансового пузыря. Постоянный мониторинг за качеством ипотечного покрытия позволит банку своевременно среагировать и избежать финансовых потерь. В диссертации предлагается ввести в схему оценки кредитного риска этап мониторинга стоимости ипотечных залогов на основе разработанного корректировочного коэффициента. При проведении анализа выбранные характеристики залога переводятся в единый корректировочный коэффициент при помощи присвоения каждому показателю его весового параметра по формуле:

$$Kk = 0,5a_1 + 0,15a_2 + 0,10a_3 + 0,3b_1 + 0,4b_2 - c, \quad (1)$$

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. от анализируемого объекта, 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.);

$c$  - наступление чрезвычайной ситуации, снижающей стоимость объекта недвижимости, выраженное как доля нанесенного ущерба.

Для определения момента инициации периодической оценки уровня кредитного риска пула в диссертации предложено введение следующих предупреждающих индикаторов риска: индекс цен на вторичном рынке недвижимости; индекс реальных располагаемых денежных доходов населения; критические изменения в законодательстве (запрет на реализацию определенного вида имущества, увеличение налогооблагаемой базы по налогу на имущество); достижение определенного «возраста» заложенного имущества; приближение капитального ремонта; изменение внешней инфраструктуры (строительство школы, торгового центра, расчистка оврагов); чрезвычайные ситуации, стихийные бедствия.

Выявление обозначенных индикаторов является сигналом для пользователя методики о необходимости запуска процесса проведения оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов. Алгоритм мониторинга стоимости ипотечных залогов можно схематично представить следующим образом (Рисунок 2):



Рисунок 2 – Алгоритм мониторинга стоимости ипотечных залогов

Источник: разработано автором.

В диссертации предложено включение представленного алгоритма в схему оценки кредитного риска, которая примет следующий вид (Рисунок 3), где:

*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 собранных сведений осуществляется расчет корректировочного коэффициента стоимости залога по каждому кредиту, включенному в состав ипотечного покрытия. Далее коэффициент применяется к первоначальной стоимости соответствующего кредита (или если корректировка уже производилась ранее – к скорректированной стоимости), а затем полученная стоимость сравнивается с указанной в реестре ипотечного покрытия и рассчитывается разница между ними. По величине вычисленных отклонений оценивается потребность в дополнительных мерах кредитной поддержки в том случае, 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.

5 этап. Суммируются значения дефолтов по отдельным кредитам и формулируется общий вывод о суммарном кредитном риске пула ипотечных активов.



Рисунок 3 – Методика оценки кредитного риска пула ипотечных кредитов  
 Источник: разработано автором.

Разработанную в диссертации методику предполагается внедрить в деятельность нескольких институтов инфраструктуры. Во-первых, как методику внутреннего мониторинга рисков банка, секьюритизирующего ипотечные кредиты. Особое значение в этом сценарии отдается предупреждающим индикаторам и анализу рыночной стоимости залога. Рыночная стоимость в данном сценарии принимается за индикатор, сигнализирующий о необходимости и ориентировочных объемах использования мер кредитной поддержки. Во-вторых, как методика

Агентства ипотечного жилищного кредитования (далее – АИЖК). Контроль уровня кредитного риска является неотъемлемой частью Агентства как проводника государственной политики на рынке ипотеки. И, в-третьих, как методика регулятора. Предлагается внедрение данной методики в деятельность Банка России по надзору за обращающимися на рынке ипотечными ценными бумагами.

***4. 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 и проведение единой стратегии развития российского рынка ипотечной секьюритизации.***

Адаптация к условиям изменчивости правового поля секьюритизации в России может строиться на смене иерархии управления и развитии института АИЖК. Модернизация институциональной инфраструктуры должна проводиться органом государственного регулирования для обеспечения возможности применения административного ресурса и обязательности вводимых мер. В диссертации предлагается создание центра систематизации проблем процесса ипотечной секьюритизации на базе АИЖК 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 АИЖК должно представлять как интересы государства в лице Министерства экономического развития, так и участников рынка.

В диссертации были выделены следующие заинтересованные группы, оказывающие влияние на правовое поле рынка ипотечной секьюритизации: исполнительные органы власти (Министерство финансов, Министерство экономического развития) и АИЖК; Банк России и Агентство по страхованию вкладов; коммерческие банки и их объединения (ассоциации); институты инфраструктуры (депозитарии, страховые компании и т.д.). В диссертации предлагается согласовать взаимодействие данных субъектов на базе цифровой платформы в формате консультаций, публикаций информации на этой площадке, проведения семинаров, общественных экспертиз и т.д., основываясь на разработанном сценарии (Таблица 3).

Таблица 3 – Сценарий взаимодействия заинтересованных групп влияния при принятии решения об изменении правового поля

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 между заинтересованными сторонами.
	Передача законопроекта 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.

В качестве основного проводника государственной политики в области ипотечного кредитования предлагается законодательно закрепить АИЖК и создать на его базе Центр исследования генезиса ипотечной секьюритизации. Данный центр должен принять на себя обязанности по установлению обозначенных каналов взаимодействия заинтересованных участников рынка с органами регулирования и контроля. К основным функциям Центра необходимо отнести: подготовку и участие в работе проверочных комиссий контрольно-надзорных органов; выявление, мониторинг и анализ проблем участников рынка; формирование стратегии и конкретных мероприятий по развитию инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации; установление каналов взаимодействия государственных органов власти, Банка России и субъектов рынка ипотечной секьюритизации (банки, страховые компании, участники рынка ценных бумаг, консалтинговые агентства и др.); лоббирование законов, связанных с процессом секьюритизации; формирование предложений по устранению противоречий в законодательных актах.

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 при реализации регулятивного риска. Предлагается ввести аналог общественного контроля – «банковский контроль». Идея заключается в добровольном привлечении сотрудников других банков к проверке деятельности какого-то конкретного банка при сохранении банковской тайны. Это позволяет экспертам увидеть ситуацию с другой стороны, оказавшись в роли ин-

спектора, и выявить алгоритм действий проверяющих, а также отметить наиболее частые ошибки в деятельности других банков и исправить их в деятельности своего банка-работодателя.

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 простимулирует акселерацию процесса развития и взаимодействия как инфраструктурных организаций, так и рынка в целом.

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

Одним из основных направлений совершенствования инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации выступает 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 возможно двумя способами реализации: первый - полная адаптация стандартов простой, прозрачной, сопоставимой секьюритизации и второй - создание единого центра обработки информации о выпущенных ипотечных ценных бумагах.

Потребность в субъекте инфраструктуры по сбору информации о сделках назрела уже давно и только усиливается с попытками разработать единые стандарты. Функционал данного центра должен заключаться в:

- разработке и внедрении единой стандартизированной формы отчетности для проведения процедуры секьюритизации. В диссертации подготовлен типовой перечень отчетной информации, которую должны предоставлять эмитенты в единый центр, позволяющий сопоставить разные выпуски по наиболее значимым параметрам;
- сборе и анализе сведений о состоянии ипотечного покрытия, а также унификации формы представления требуемой информации. Предложена базовая форма реестра ипотечного покрытия, которая включает в себя достаточную ин-

формацию для анализа, но сохраняет все персональные данные заемщика в тайне. Централизованный сбор и обработка указанной информации позволит сократить процесс оценки и снизить риски низкого качества оценки секьюритизации.

Максимальный эффект от внедрения единых стандартов проведения сделок секьюритизации можно достигнуть при одновременном создании на базе АИЖК «Центра исследования генезиса 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. Рост эффективности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в результате предложенных мероприятий заключается в повышении доступности процесса секьюритизации для малых и средних коммерческих банков, совокупный ипотечный портфель которых составляет более 3 млрд. руб. Открытость и достоверность сведений позволит привлечь новых инвесторов и снизить риски рынка.

В **заключении** диссертационной работы обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы основные выводы и рекомендации.

### **III. ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

#### **Статьи в рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России**

1. Потомова, С. А. Роль мониторинга стоимости заложенной недвижимости в процессе секьюритизации ипотечных активов / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2020. – №1. – С. 155-167. – 0,8 п.л.

2. Потомова, С. А. Мультиоригинаторные сделки секьюритизации: проблемы и перспективы применения / С. А. Потомова // Вопросы управления. – 2018. – №6. – С. 98-105. – 0,6 п.л.

3. 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. – 1,1 п.л.

4. Потомова, С. А. Факторы, оказывающие влияние на развитие рынка секьюритизации в России / С. А. Потомова // Финансы и кредит. – 2017. – №9. – С. 610-619. – 0,7 п.л.

5. 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 государ-

ственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. – 2015. – № 4. – С. 235-246. – 1,0 п. л. (авт. 0,7 п. л.).

**Статьи в международных изданиях из базы цитирования Web of Science:**

6. Potomova, S. Influence of regional factors on the risk level of mortgage pools / S. Potomova // Proceedings of the International conference «International Multi-Conference on Industrial Engineering and Modern technologies (FarEastCon2018)», Advances in Economics, Business and Management Research. – 2018. – vol. 79. – pp. 165-167. – 0,3 p.s.

7. Potomova, S. Modeling of probability of a default of mortgage borrowers using econometric methods / S. Potomova, A. Almosov, Y. Brekhova, E. Malysheva // Proceedings of the International Scientific Conference «Competitive, Sustainable and Secure Development of the Regional Economy: Response to Global Challenges» (CSSDRE 2018). Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR). – 2018. – vol.39. – pp. 513-516. – 0,4 p.s. (auth. – 0,1 p.s.).

**Статьи, опубликованные в других изданиях:**

8. 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. – 0,4 п.л.

9. Потомова, С. А. Моделирование системы управления кредитным риском ипотечной секьюритизации / С. А. Потомова // Материалы Международного молодежного научного форума «Ломоносов-2018» [Электронный ресурс] – М.: МАКС Пресс, 2018 – 1 электрон. опт. диск (DVD-ROM) – 0,2 п.л.

10. Потомова, С. А. Некоторые особенности становления российского рынка секьюритизации / С. А. Потомова // Инновационное развитие экономики: инструменты и технологии [Электронный ресурс] : материалы XI Международной научно-практической конференции студентов и молодых ученых: сборник научных статей 29 апреля 2018 г. – Волгоград : ФГБОУ ВО «Волгоградский институт управления – филиал РАНХиГС», 2018 – 1 электрон. опт. диск (DVD-ROM) – 0,3 п. л.

11. Потомова С. А, Перспективы развития секьюритизации активов на российском рынке ценных бумаг / С. А. Потомова, А. А. Землянский // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Серия: Экономика. Изд-во Волгоградского института управления - филиала ФГБОУ ВО РАНХиГС, 2018. – №1. – С. 88-92. – 0,5 п.л. (авт. 0,3 п.л.).

12. Потомова, С. А. Особенности формирования инфраструктуры секьюритизации в России / С. А. Потомова // Материалы Международного молодежного научного форума «Ломоносов-2017» [Электронный ресурс] – М.: МАКС Пресс, 2017 – 1 электрон. опт. диск (DVD-ROM) – 0,2 п.л.

13. Потомова, С. А. Базель III и последствия его введения для сделок секьюритизации в России / С. А. Потомова // Инновационное развитие экономики: инструменты и технологии [Электронный ресурс] : материалы X Международной научно-практической конференции студентов и молодых ученых: сборник научных статей 20 апреля 2016 г. – Волгоград : ФГБОУ ВО «Волгоградский институт управления – филиал РАНХиГС», 2016 – 1 элек. опт. диск (DVD-ROM) – 0,3 п.л.

14. 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, 2016. – № 1. – С. 84-88. – 0,3 п.л.

15. Потомова, С. А. Пересмотр структуры секьюритизации в контексте Базельских соглашений / С. А. Потомова // Механизмы снижения уязвимости банковского сектора России: материалы научно-практической конференции «Сегодня и завтра банковского сектора России» под ред. Ю.А. Ровенского – М. : ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2016. – С. 222-229. – 0,4 п.л.

16. Потомова, С. А. Схемы реализации секьюритизации ипотечных активов в России / С. А. Потомова // Материалы всероссийской научно-практической конференции «Финансово-кредитный механизм регулирования экономики: от теории к практике». – Воронеж : Воронежский филиал ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2016 г. – С. 412-416. – 0,5 п.л.

17. Потомова, С. А. Моделирование уровня кредитоспособности заемщика с учетом влияния изменений условий ипотечного кредитования / Н. И. Меркулова, С. А. Потомова // Социально-экономические и правовые проблемы современного общества. – 2015. – С. 38–42. – 0,2 п.л. (авт. – 0,1 п.л.).

18. Потомова, С. А. Применение секьюритизации как метода снижения уровня кредитного риска операции ипотечного кредитования в коммерческом банке (на примере ПАО «ВТБ 24») / С. А. Потомова // Инновационное развитие экономики: инструменты и технологии [Электронный ресурс] : материалы VIII Международной научно-практической конференции студентов и молодых ученых: сборник научных статей 23 апреля 2015 г. Волгоград : ФГБОУ ВО «Волгоградский институт управления – филиал РАНХиГС», 2015. – 1 эл. диск – 0,3 п.л.

ПОТОМОВА СОФЬЯ АЛЕКСАНДРОВНА

***Развитие инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации  
в Российской Федерации***

Определен категориальный аппарат исследования в части трактовки понятий «ипотечная секьюритизация» и «инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации». Выявлены риски инфраструктуры ипотечной секьюритизации, которые могут вызвать необходимость процедуры её развития, а также риски, для которых развитие является фактором их образования. Определены этапы и особенности становления рынка секьюритизации в России. Разработан алгоритм мониторинга стоимости заложенной недвижимости для методики оценки уровня кредитного риска ипотечных ценных бумаг. Предложены меры по развитию институциональной и функциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации. На основе сформулированных единых стандартов проведения сделок секьюритизации рекомендовано создание института инфраструктуры, ответственного за формирование информационной базы и продвижения единой стратегии развития ипотечной секьюритизации в России.

SOFYA A. POTOMOVA

***Development of mortgage securitization market infrastructure  
in the Russian Federation***

The categorical apparatus of the study has been defined in terms of the interpretation of the pony "mortgage securitization" and "infrastructure of the mortgage securitization market." The risks of mortgage securitization infrastructure, which may cause the necessity of its development procedure, as well as risks for which development is a factor of their formation, have been identified. The stages and peculiarities of the formation of the securitization market in Russia have been defined. An algorithm for monitoring the value of pledged real estate has been developed for the methodology of assessing the level of credit risk of mortgage securities. Measures have been proposed to develop the investment and functional infrastructure of the mortgage security market. On the basis of the formulated uniform standards for carrying out securitization transactions, it was recommended to create an institution of infrastructure responsible for the formation of an information base and the promotion of a unified strategy for the development of mortgage securitization in Russia.