



**ABS
CMBS
RMBS**

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
**РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ**

2025

Cbonds

РП **РУСИПОТЕКА**
кредитование и секьюритизация

Стратегический
спонсор
ВТБ



SBER CIB

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

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



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

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2025

Стратегический спонсор:



Официальный партнер:



Партнер рубрики:



Партнер:



Спонсор подкаста:

Альфа Банк

Несмотря на последовательное ужесточение денежно-кредитной политики в рамках антиинфляционного курса, введение Банком России ограничительных мер в ряде сегментов кредитной отрасли и нарастающее санкционное давление, прошедший год был для российской банковской системы достаточно успешным. По итогам года банки показали прибыль в размере 3.8 трлн рублей, а совокупный финансовый результат с учетом отрицательной переоценки ценных бумаг составил 3.4 трлн рублей, что стало очередным рекордным показателем.

Банкам удалось сохранить достаточно высокие темпы кредитования. Портфель корпоративных кредитов увеличился на 17.9%. При этом задолженность крупных корпоративных заемщиков выросла на 21%, обогнав кредитование малого и среднего бизнеса. В целом корпоративный сегмент стал основным драйвером кредитования и, очевидно, останется им и в 2025 г. Общий портфель розничных кредитов вырос за год на 14.2%, при этом резко упали темпы ипотечного кредитования: портфель увеличился на 13.4%, что существенно ниже 34.5% за 2023 г. Спад произошел во второй половине года после завершения массовой программы льготной ипотеки на новое жилье и роста ставок по рыночным кредитам до запретительного уровня вслед за подъемом ключевой ставки. Потребительское кредитование также замедлилось, общая задолженность увеличилась на 11.2% по сравнению с ростом на 15.7% в 2023 году. Особо значимой причиной здесь, помимо роста ставок, стали жесткие макропруденциальные ограничения ЦБ, направленные на охлаждение рынка и снижение рисков для банков и заемщиков. Наиболее серьезный рост портфеля показали автокредиты, который увеличился на 51.7%, повышенными темпами росла задолженность по кредитным картам.

Доля проблемных ссуд в потребительском кредитовании несколько выросла, но еще далека от критичной, а в ипотеке находится на низком уровне.

Динамика и особенности развития розничного кредитования отразились на развитии российского рынка секьюритизации. Выпуск ипотечных ценных бумаг, наиболее емкий и зрелый сегмент рынка секьюритизации, ожидаемо несколько сократился, однако не столь существенно, как объем первичной выдачи. За год было закрыто 8 сделок на 540 млрд руб., что, хотя было и меньше, чем годом ранее, но стало вторым результатом в истории. Все сделки были реализованы в рамках программы ДОМ.РФ, а набор банков-оригинаторов, определившийся в последние годы, никак не поменялся: на 99% это госбанки. При этом в условиях роста ставок облигационного рынка попыток продажи ипотечных бумаг инвесторам практически не предпринималось.



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

Эмитированные с поручительством ДОМ.РФ ипотечные облигации почти в полном объеме были приняты на баланс банков-оригинаторов, что тем не менее давало им ощутимую выгоду. Прежде всего, это возможность операций РЕПО, в том числе с Федеральным казначейством, объем которых за год составил рекордную сумму, превысив 17.5 трлн руб., а также ряд регуляторных преимуществ, включая показатели нагрузки на капитал и краткосрочной ликвидности.

Большая часть сделок была обеспечена рыночными кредитами по фиксированным ставкам, уровень которых не позволил предложить интересный для инвесторов купон по ИЦБ. Рыночную перспективу имеют ипотечные бумаги, обеспеченные субсидируемыми кредитами, купон по которым плавающий и привязан к КС. Учитывая рост доли льготных кредитов в портфелях банков, мы надеемся на рост активности на рынке ИЦБ за счет эмиссии флоатеров.

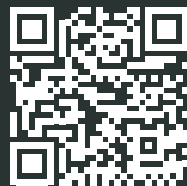
В прошлом году, несмотря на жесткость рыночной ситуации, а возможно, в чем-то и благодаря ей, мы увидели ускорение процесса формирования рынка ценных бумаг, обеспеченных потребительскими кредитами. Произошел определенный прорыв. До 2024 г. единственным банком, который системно занимался секьюритизацией потребительских ссуд, был ВТБ. Успешно закрыв свою пилотную сделку на 35 млрд руб. в 2021 г., банк затем зарегистрировал программу облигаций и в 2024 г. в ее рамках реализовал очередной, уже четвертый, выпуск бумаг, обеспеченных потребностями. В 2024 г. на рынок стали выходить новые участники. В августе первую сделку секьюритизации потребительских кредитов осуществил Сбербанк, в декабре состоялась дебютная сделка Яндекс Банка. Начав организацию в прошлом году, уже в феврале

2025 г. свою первую сделку закрыл Совкомбанк. При этом все выпуски в полном объеме были реализованы в рынок. В марте текущего года к размещению своих облигаций, обеспеченных потребкредитами, приступили Газпромбанк и Т-Банк.

Заинтересованность банков в развитии этого сегмента секьюритизации в значительной степени связана с ужесточением макропруденциальной политики ЦБ, включая повышение надбавок к коэффициентам риска и снижение лимитов по высокорисковым кредитам. Потребительские кредиты стали весьма обременительными для капитала банков, и их продажа через механизм секьюритизации позволяет облегчить проблему. Для получения положительного эффекта обеспеченные облигации необходимо продавать, а с учетом уровня ставок по потребкредитам доходность, которую могут предложить банки по выпускаемым бумагам, может быть весьма привлекательной для инвесторов. Как показала практика, секьюритизация потребительских кредитов и в текущих условиях имеет позитивную рыночную перспективу.

Задача по снижению нагрузки на капитал для поддержки развития бизнеса может стать дополнительным стимулом к организации сделок секьюритизации автокредитов, что в ряде банков уже обсуждается. Мы очень рассчитываем на рост выпуска бумаг, обеспеченных кредитами малому и среднему бизнесу, где есть немалый опыт.

Как и многие участники рынка, мы бы хотели рассчитывать на смену направленности денежно-кредитной политики, но она определяется объективными факторами, поэтому и в текущей непростой ситуации необходимо искать пути развития нашего рынка, и мы надеемся, что представленные в настоящем издании мнения помогут этому поиску.



ABS CMBS RMBS



Москва

28 октября 2025 г.

Cbonds
congress

Ипотечные
ценные бумаги
и секьюритизация
в России

XIV
конференция



Альберт ИППОЛИТОВ,
генеральный директор,
ООО «РУСИПОТЕКА»



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



Анна ДОРОНИНА,
редактор Энциклопедии,
руководитель отдела
редакции, АО «Сбондс.ру»

Дорогие друзья!

Мы продолжаем традицию выпуска ежегодного сборника «Энциклопедия российской секьюритизации» и рады представить вам его четырнадцатый номер.

2024 год для российского финансового рынка оказался динамичным: эмитенты и инвесторы сохранили активность, рынок IPO продолжил развитие, а цифровые финансовые активы укрепили свои позиции.

На рынке секьюритизации в 2024 году традиционно лидировали ипотечные бумаги — объем ИЦБ в обращении вырос на 17% за счет выпусков на платформе ДОМ.РФ.

Эксперты в статьях сборника рассмотрели ключевые направления развития рынка секьюритизации в 2025 году, проанализировали значимые сделки минувшего года, оценили потенциальные изменения в регулировании, динамику интереса инвесторов и влияние макроэкономических факторов на новые размещения.

Надеемся, что опыт наших экспертов и аналитика, представленные в сборнике, окажутся полезными в вашей работе. Ждем вас в следующих выпусках «Энциклопедии»!

Коллектив редакции

ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 10** Секьюритизация 2025:
управление капиталом в новых
рыночных условиях
Круглый стол
организаторов сделок
- 20** Мягкая посадка в сложных
условиях
Валерий ВАЙСБЕРГ, ИК РЕГИОН

МИРОВОЙ РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 26** Наиболее перспективные активы
для секьюритизации на мировых
рынках
Михаил ПОНОМАРЕВ,
АО «ДОМ.РФ»
- 32** Мировой рынок
секьюритизации: тренды
2024 года
Максим ЗЕНКОВ, Cbonds

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕКИ

- 40** Рынок ипотечных ценных бумаг:
в ожидании смягчения ДКП
Андрей СУЧКОВ, Банк ВТБ (ПАО)

- 46** Секьюритизация на платформе
ДОМ.РФ — как это делается?
Руслан ЗУЕВ, АО «ДОМ.РФ»

- 58** Сдержанный оптимизм
оригинаторов vs скепсис
инвесторов
Дискуссия экспертов на XI
Российском ипотечном конгрессе

РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ

Партнер рубрики:  **СОВКОМБАНК**

- 68** Практический опыт реализации
сделки секьюритизации
необеспеченных
потребительских кредитов
Владимир ЛИМАН, Сбербанк
- 74** Как сделать неипотечную
секьюритизацию
привлекательной без изменений
в регулировании
Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
Совкомбанк
- 78** Перспективы появления
российских CLOs
Олег ИВАНОВ, Ассоциация
банков России

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 86** Условия «ренессанса» рынка многотраншевой секьюритизации: итоги опроса банков
Александра ВЕРОЛАЙНЕН,
Павел КАШИЦЫН,
Максим БУЛГАКОВ, «Эксперт РА»
- 91** К вопросу о погашении выпуска облигаций СФО физической поставкой базового актива (паев)
Надежда ЛЕБЕДЕВА,
Trewetch Group
- 98** Перспективы и актуальный опыт реализации сделок с использованием СФО и ЗПИФ
Мария ЩЕРБИНИНА,
Владимир ЛЕНТИЩЕВ,
АО «СОЛИД Менеджмент»
- 102** Место ЦФА в сделках секьюритизации
Иван МАХАЛИН, LECAP
Даниил БАСИН,
FOCUS Management
- 104** Инфраструктура и регулирование секьюритизационного рынка: итоги и тренды
Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

CASE STUDY

- 110** Облигации Яндекс Финтех: AAA-рейтинг и высокая доходность
Антон СОРОКИН,
Дарья ХВОРЫХ, Яндекс Финтех;
Денис СКРИПКИН,
Банк ВТБ (ПАО)
- 115** Секьюритизация от А до Я: руководство для начинающих оригинаторов
Юлия ЛАПШИНА,
АО «Альфа-банк»
- 126** Структурные особенности новых выпусков секьюритизации на российском рынке
Екатерина ДЕМЬЯНЧЕНКО, Cbonds

ПРИЛОЖЕНИЯ

- 129** Приложение 1.
Участники рынка
- 139** Приложение 2.
Статистика рынка
- 173** Приложение 3.
Рэнкинги организаторов сделок
- 181** Приложение 4.
Конференции по долговому рынку и секьюритизации в 2025 году

2026

5 февраля
Москва



Секьюритизация

Ипотечные
платформы
и экосистемы

Цифровые
сервисы:
регистрация,
оценка,
страхование

Масштабное событие
на ипотечном рынке

XII

Российский ипотечный конгресс

The background is dark gray with several overlapping hexagons in shades of brown and gray. A large, light brown hexagon with a white border is centered in the upper half. Inside this hexagon, the text 'ABS', 'CMBS', and 'RMBS' is written in white, bold, sans-serif font, stacked vertically. There are also several white line-art hexagons and other geometric shapes scattered around the central hexagon.

ABS
CMBS
RMBS

Тенденции рынка
секьюритизации

Секьюритизация 2025: управление капиталом в новых рыночных условиях

Круглый стол организаторов сделок

В ходе круглого стола «Энциклопедия российской секьюритизации — 2025» представители банков-организаторов подвели итоги развития рынка секьюритизации в 2024 году, проанализировали ключевые тенденции, вызовы и достижения отрасли. Участники также обсудили перспективные направления развития рынка в 2025 году, включая возможные изменения в регуляторной среде, динамику спроса со стороны инвесторов и влияние макроэкономических факторов на новые выпуски.

Какие факторы влияли на развитие российского рынка секьюритизации в 2024 году? Какие тенденции были замечены? Какие изменения вы прогнозируете на 2025 год?



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

— В 2024 году объем ИЦБ в обращении вырос на 17% за счет выпусков на платформе ДОМ.РФ, опередив рост ипотечного рынка, и достиг уровня 1.75 млрд руб. Ситуацию на рынке секьюритизации в 2024 году нельзя назвать простой. На фоне продолжающегося периода цикла с высокими рыночными ставками возможности размещения ИЦБ в рынок оставались ограниченными, что демотивировало часть originаторов делать сделки. Процентная ставка накопленных ипотечных

пулов не обеспечивала доходность, требуемую инвесторами.

Одним из ключевых факторов в 2024 году, влияющих на принятие решения о секьюритизации, была необходимость выполнять нормативные требования ЦБ РФ по ликвидности и капиталу в условиях постепенного снятия «анти-стрессовых» послаблений и необходимости поддерживать определенные целевые объемы бизнеса.

С марта 2024 года были сняты послабления по нормативу краткосрочной ликвидности, а с 2025 года СЗКО необходимо соблюдать норматив собственными силами, без поддержки в форме безотзывной кредитной линии Банка России, с постепенным увеличением требуемого значения норматива. С января 2026 года или раньше пла-

нируется внедрение нового национального норматива краткосрочной ликвидности.

Ипотечная секьюритизация на платформе ДОМ.РФ расширяет возможности для соблюдения параметров ликвидности банка и его достаточности капитала, в том числе при замене залладных на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ. Необходимость в сохранении и улучшении уровня регуляторной ликвидности и иные преимущества, создаваемые секьюритизацией, мотивировали регулярных оригинаторов делать выпуски ИЦБ на платформе ДОМ.РФ, а новых — начать подготовку к потенциальным выпускам в 2025–2026 гг. В условиях высоких рыночных ставок банки шли по пути «казначейских» сделок, заменяя пулы неликвидных ипотечных кредитов на ипотечные облигации, которые можно с определенными ограничениями, но включить в состав высоколиквидных активов и активно использовать для привлечения средств на рынке РЕПО. Объем сделок РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ за год превысил 17.5 трлн руб., обновив рекорд 2023 г. Основная часть сделок РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ приходится на биржевое РЕПО с Казначейством России на площадке Московской Биржи.

Мы внимательно наблюдаем за накоплением ипотечных портфелей на балансах банков. С 2020 года доля ипотеки в портфеле кредитов физлицам выросла с 44 до 54%, и мы полагаем, что будет расти и далее, несмотря на временное снижение выдач на фоне высоких рыночных ставок и модификации госпрограмм. По мере роста объемов ипотечных портфелей и их доли в активах банков ожидаем увеличение спроса на секьюритизацию. По данным аналитического центра АО «ДОМ.РФ», в 2024 году выдачи ипотечных кредитов составили 4.9 трлн руб. (на уровне 2022 года и –37% к рекордным выдачам 2023 года), из них 70% пришлось на субсидированные кредиты. Накопление банками портфелей субсидируемой ипотеки отразилось на продуктовой композиции выпусков ИЦБ: в 2024 г. 30% выпусков обеспечено ипотекой с господдержкой по сравнению с 14% в 2023 году.

Выдачи ипотечных кредитов по рыночным программам на готовое жилье — основной продукт для секьюритизации — сократились в 2024 году примерно в 2 раза

к 2023 году и до минимума с 2020 года. При этом накапливаемый портфель кредитов, выдаваемых на этапе строительства, по мере «вызревания» пополнит пулы для секьюритизации на горизонте 2–3 лет.

Интересно увеличение доли выдач банков за пределами крупнейших госбанков. Возможно, постепенно увидим и увеличение доли этого сегмента банков в объеме ипотечной секьюритизации.

Андрей КОРОЛЕВ,

исполнительный директор — начальник управления секьюритизации и инвестиционных решений департамента рынков капитала, ПАО «Совкомбанк»:

— Жесткая денежно-кредитная политика, включающая меры воздействия через банковское регулирование, привела к более широкому использованию банками инструментов секьюритизации, в первую очередь для управления капиталом. Это выразилось в фокусе на секьюритизации активов, которые потребляют максимальное количество капитала банков, — необеспеченных потребительских кредитах. Мы думаем, что этот тренд получит более широкое развитие и в 2025 году.

Владимир ЛИМАН,

руководитель трейдинга департамента глобальных рынков, Сбербанк:

— Рост ставок сделал экономически невыгодными секьюритизации имеющихся портфелей некоторых банков. Причина в том, что эти портфели формировались в условиях более мягкой денежно-кредитной политики регулятора, что не позволяет использовать их в секьюритизационных сделках без существенного дисконта — в чем оригинаторы не заинтересованы.

В то же время повышение макропруденциальных надбавок для коэффициентов риска по розничным кредитам стимулирует развитие секьюритизации в этих секторах. Мы ожидаем увеличения количества неипотечных многотраншевых секьюритизаций. Также прогнозируем рост оборотов на вторичном рынке по ипотечным ценным бумагам в связи с повышением требований Банка России по активам, которые могут признаваться высоколиквидными на банковских балансах.

Юлия ЛАПШИНА,
руководитель дирекции сложного
кредитования и структурного
финансирования, АО «Альфа-банк»:

— Введение регулятором макропроденциальных надбавок по необеспеченным кредитам стало толчком для развития рынка секьюритизации потребительских кредитов. Банки вспомнили про этот инструмент как один из способов оптимизации

капитала. На рынок вышли несколько новых originаторов.

С одной стороны, в 2025 году тенденция к расширению рынка секьюритизации должна продолжиться ввиду необходимости для банков работать с капиталом, с другой — курс ЦБ на ограничение кредитования с целью сокращения инфляции может привести к сокращению портфелей, доступных для секьюритизации.

Традиционный вопрос по объемам и количеству сделок: каковы ваши ожидания от 2025 года? Какие базовые активы будут преобладать?

Елена МУЗЫКИНА:

— Ожидаем, что объем секьюритизации на платформе ДОМ.РФ составит 400–500 млрд руб. в 2025 году. Запланированы выпуски originаторов, делающих сделки секьюритизации регулярно. Кроме того, мы видим рост интереса к инструменту банков из топ-20 ипотечных кредиторов, поэтому рассчитываем увидеть выпуски и новых originаторов.

Через платформу ДОМ.РФ секьюритизировано 8% портфеля ипотечных кредитов банковской системы по состоянию на 31.12.2024. В оптимизме мы видим потенциал роста доли секьюритизации в долгосрочной перспективе до 10%. У отдельных банков доля секьюритизированных кредитов существенно выше уже сейчас. При этом рост доли секьюритизации для нас не самоцель. Мы ориентируемся на то, чтобы инструмент был экономически интересным и комфортным как для originаторов, так и для инвесторов, стремимся к тому, чтобы секьюритизация была операционно дешевой и быстрой для банков из всех сегментов рынка.

Андрей КОРОЛЕВ:

— Мы считаем, что в 2025 году мы увидим более 10 многотраншевых сделок, главным образом с необеспеченными потребительскими кредитами. При этом иные классы активов, такие как ипотека, автокредиты, NPL, также будут появляться на рынке.

Владимир ЛИМАН:

— Мы ожидаем увеличения объема траншированных сделок, продолжения

тренда на секьюритизации потребительских кредитов и, возможно, новые траншированные ипотечные сделки. Регулярно возникают запросы на секьюритизацию корпоративных кредитов, не исключено, что такие сделки увидят свет в 2025 году.



Юлия ЛАПШИНА:

— Преобладающими на рынке сделками останутся ИЦБ под поручительство ДОМ.РФ, несмотря на то, что их объемы сократятся ввиду сокращения ипотечных портфелей банков и конечного размера капитала ДОМ.РФ. При этом мы будем наблюдать рост сделок секьюритизации потребительских кредитов и расширение количества банков, выходящих на этот рынок. Также мы будем наблюдать расширение списка секьюритизируемых банками активов, но пока в формате небольших по объему разовых сделок.

Наталья АКСЕНОВА,

управляющий директор дирекции рыночных сделок и развития бизнеса, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО):

— В 2024 году упали объемы как ипотечного, так и потребительского кредитования, аналитики прогнозируют снижение ключевой ставки только в конце 2025 года. В этой связи не стоит ждать резкого роста объемов сделок, основными активами, как и ранее, будут ипотека и потребительские кредиты.

Какие факторы будут влиять на рост или снижение объема выдачи ипотечных кредитов в 2025 году?

Елена МУЗЫКИНА:

— В 2025 году спрос на рыночную ипотеку также будет ограничен высокими процентными ставками. Аналитический центр ДОМ.РФ прогнозирует снижение выдач на 20% на фоне высоких ставок и модификации госпрограмм: 3.8–4 против 4.9 трлн руб. в 2024 году. Восстановление объемов выдач начнется в 2026 году при условии снижения ключевой ставки Банка России.



Владимир ЛИМАН:

— Не думаем, что ипотечные секьюритизации будут иметь хоть какое-то существенное значение для динамики ипотечного кредитования. Скорее, на динамику рынка жилищных кредитов в большей степени будут влиять денежно-кредитная политика Банка России, выражающаяся в уровнях рыночных ставок, динамика цен на недвижимость и инфляционные эффекты, ее определяющие, возможное изменение уровня государственной поддержки и субсидирования и, возможно, новый ипотечный стандарт.

Денис СКРИПКИН,

руководитель дирекции по работе с госпрограммами и новыми активами, управление секьюритизации, департамент инвестиционных продуктов, Банк ВТБ (ПАО):

— На выдачу ипотечных кредитов в первую очередь повлияют снижение инфляции и ключевой ставки, а также меры господдержки как ипотечного рынка, так и застройщиков. Также стабилизация процентных ставок и снижение спредов на облигационном рынке вернет интерес банков-оригинаторов к продаже ипотечных облигаций, прежде всего флоатеров ИЦБ ДОМ.РФ с привязкой к КС. А если оправдаются ожидания рынка по смягчению ДКП в конце текущего — начале следующего года, то увидим и рыночные размещения ипотечных облигаций с фиксированной ставкой. Ну а активность на вторичном рынке подтолкнет банки к наращиванию выдачи и на первичном ипотечном рынке.

Юлия ЛАПШИНА:

— Изменение ключевой ставки и, соответственно, рыночных процентных ставок, а также государственное субсидирование льготной ипотеки, субсидирование застройщиков.

Как вы оцениваете перспективу увеличения количества оригинаторов на рынке?

Владимир ЛИМАН:

— Думаем, это произойдет. По меньшей мере мы бы ожидали появления сделок крупных банков-оригинаторов, вовлеченных в потребительское кредитование, — от ипотеки до авто.

Юлия ЛАПШИНА:

— Положительные эффекты секьюритизации на капитал и ликвидность банков ведут к тому, что количество оригинаторов на рынке будет неминуемо расти, однако при этом важно, чтобы количество

инвесторов в этот инструмент тоже увеличивалось, иначе предложение бумаг не сможет найти свой спрос и развитие рынка секьюритизации остановится. Работа регулятора в этом направлении — один из ключевых факторов.

Елена МУЗЫКИНА:

— В 2024 году мы подписали меморандумы о выпуске ИЦБ с двумя крупными участниками ипотечного рынка — Альфа-Банком и Банком ПСБ. По мере снижения рыночных ставок и расши-

рения возможностей размещения ИЦБ ожидаем, что участников секьюритизации станет больше, в сделки придут банки, для которых важна именно продажа ипотечного актива. Но и в текущих рыночных условиях банкам интересно превращать ипотечные кредиты в более ликвидный актив и улучшать метрики баланса.

Денис СКРИПКИН:

— Мы уже сейчас видим интерес к сделкам секьюритизации как старых, так и новых игроков. Из-за рыночной конъюнктуры сейчас фокус сместился

со сделок с ипотекой на более доходные активы, такие как потребительские кредиты. И в прошлом году на рынок традиционно вышел ВТБ с очередной сделкой, компанию нам составили Сбербанк и Яндекс Банк, уже за два месяца этого года в секьюритизации кредитов наличными появились еще два новых имени — Совкомбанк и Газпромбанк. Особенно отрадно, что на рынок секьюритизации выходят финтехи, которые продвинули оригинацию и обслуживание портфелей базовых активов, а также размещение облигаций на качественно новый уровень.

Какие объемы сделок вы считаете оптимальными? В каких бы приняли участие? Какие факторы вы учитываете при принятии решения об участии в сделке?



Андрей КОРОЛЕВ:

— Если речь идет об участии в выпуске в качестве инвестора, то для банка одним из ключевых условий будет являться риск-вес облигаций и их ликвидность. Поэтому если говорить об участии в качестве инвестора в сделках секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов, когда RW базового актива может быть существенно выше 200%, что приводит к росту риск-веса приобретаемых облигаций также выше 200%. Это делает такие бумаги более привлекательными для инвесторов — физических лиц и институционалов, не ограниченных риск-весами приобретаемых инструментов.

Владимир ЛИМАН:

— Ответ зависит от конкретной сделки. Если в сделке есть ключевые институциональные инвесторы, то объем и структура выпуска определяются ими. В случае преимущественно розничного размещения не стоит переоценивать рынок. Но думаем, что объемы будут расти по мере того, как инвесторы нач-

нут чувствовать себя более комфортно с этими облигациями. Основными факторами, влияющими на наше решение об участии в сделке в качестве организатора, являются готовность оригинатора конструктивно относиться к сделке и сложностям, возникающим на пути ее реализации, серьезность его намерений и адекватность в оценке рыночных перспектив сделки.

Юлия ЛАПШИНА:

— В отношении неипотечных секьюритизаций оптимальными по объему можно считать сделки объемом 10–20 млрд руб. Секьюритизации ипотеки с поручительством ДОМ.РФ можно выпускать на существенно большие объемы. Банк как инвестор с интересом смотрит на секьюритизированные бумаги с различными активами в покрытии. Основные факторы при принятии решения — рейтинг, доходность и возможность получить детальную аналитику по портфелю в обеспечении. Также смотрим наличие лимитов (например, на ДОМ.РФ) и объемы, позволяющие оптимизировать эффект от сделок (например, ограничение 25% от выпуска будет важным с 2026 года для включения бумаг в состав высоколиквидных активов).

Какие ограничения развития рынка вы можете отметить как наиболее значимые? Высокая ключевая ставка, низкий спрос со стороны институциональных инвесторов, ограниченные возможности для РЕПО?

Елена МУЗЫКИНА:

— Ограниченный спрос инвесторов на долгосрочные активы, особенно со сложным графиком погашения и тем более индивидуальной структурой. Длительные сроки накопления пулов кредитов достаточного объема для многих не самых крупных оригинаторов в условиях высокой волатильности рыночных ставок. Неготовность банков нести больше расходов на управление процентным риском ипотечных портфелей. Низкий спрос крупных институциональных инвесторов — не банков — в том числе в связи с тем, что для них ИЦБ имеют относительно меньше «полезных свойств».

Владимир ЛИМАН:

— Ограниченные возможности РЕПО с центральным контрагентом (повышенные коэффициенты риска, устанавливаемые НКЦ¹ по таким облигациям) и регуляторные ограничения на инвестирование в секьюритизационные облигации для госкорпораций, пенсионных фондов и страховщиков приводят к тому, что институциональный инвестор, даже не входящий в эти категории, не готов рассматривать секьюритизационные облигации в качестве инвестиционного инструмента, так как ожидает нулевую ликвидность.

Андрей КОРОЛЕВ:

— Для развития рынка важным является поэтапное решение регуляторных проблем, описанных в докладе Ассоциации

банков России и СРО НФА «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», в первую очередь в части добавления национальных рейтингов структурированного финансирования во все регулирование ценных бумаг наравне с обычными кредитными рейтингами. Кроме этого, существенным ограничением для вторичного рынка является некорректный расчет доходности облигаций в системах Биржи и брокеров. В экспертном сообществе обсуждается создание эталонных моделей прогноза амортизации и доходности облигаций неипотечной секьюритизации для инфраструктурных участников.

Наталья АКСЕНОВА:

— В отношении рынка неипотечной секьюритизации видятся следующие стоп-факторы: отсутствие возможности для РЕПО ввиду высоких дисконтов; отсутствие бумаг в Ломбардном списке Банка России, несмотря на высокие рейтинги выпусков; сложность расчета фактического срока обращения бумаг с учетом характеристик секьюритизируемых пулов и меняющегося срока погашения номинальной стоимости облигаций.

Юлия ЛАПШИНА:

— Ключевые институциональные инвесторы не всегда могут инвестировать из-за регуляторных особенностей. Недостаточная осведомленность со стороны инвесторов (розничных и институциональных) о данном инструменте. Высокий порог входа — сложность и стоимость первых сделок для оригинаторов.

¹ Национальный Клиринговый Центр.

Какие конкретные шаги должны быть сделаны регулятором или организаторами сделок секьюритизации, чтобы привлечь крупных долгосрочных институциональных инвесторов в сделку?

Елена МУЗЫКИНА:

— Ипотечные облигации для инвестора — актив более сложный с точки зрения оценки его стоимости, чем «ванильные» об-

лигации с фиксированным купоном и графиком погашения. Для стандартизированных ИЦБ ДОМ.РФ наибольшую сложность составляет прогноз амортизации номинала

облигаций, которая зависит от объемов и сроков досрочных погашений кредитов в ипотечном покрытии. ДОМ.РФ предоставляет рынку инструмент прогнозирования денежных потоков по выпускам ИЦБ ДОМ.РФ и постоянно его совершенствует — «Калькулятор ИЦБ ДОМ.РФ». Программный код модели и описание методологии находятся в открытом доступе, данные об ипотечных покрытиях ИЦБ ДОМ.РФ публичны и доступны для анализа. Модели прогнозирования досрочных погашений основываются на накопленной статистике о поведении 1.5 млн ипотечных кредитов.

Владимир ЛИМАН:

— В первую очередь нужно снять ограничения на инвестирование в секьюритизационные облигации с негосударственных пенсионных фондов и государственных корпораций. Пенсионные фонды ограничены незначительным размером предельной доли портфеля средств под их управлением, которые могут быть инвестированы в такие облигации. Госкорпорациям такое инвестирование просто запрещено. Кроме того, мы видим необходимость выравнивания требований к кредитным рейтингам. И пенсионные фонды, и страховщики могут покупать только AAA-транши¹ секьюритизаций, то есть фактически только старшие транши, которые не интересны институциональным инвесторам, а, скорее, подходят розничному инвестору. При этом эти категории инвесторов могут покупать «обыкновенные» необес-

печенные облигации при наличии существенно более низких кредитных рейтингов — BB или BBB (и выше).

Юлия ЛАПШИНА:

— Со стороны регулятора — расширение перечня бумаг, разрешенных для инвестиций, и включение в него высокорейтинговых облигаций с постфиксом .sf.

Со стороны организаторов — работа по обучению инвесторов и открытию доступа для них к простой и понятной информации по сделкам.



Наталья АКСЕНОВА:

— В первую очередь включение в Ломбардный список Банка России облигаций, обеспеченных не только ипотечными кредитами, но другими активами, возможность сделок РЕПО с приемлемым размером дисконта, раскрытие информации о залоговом обеспечении по аналогии с ипотекой. Продолжает сохраняться неравенство между корпоративными облигациями и секьюритизированными бумагами с одинаковым уровнем рейтинга, при этом в ряде документов Банка России до сих пор используются международные рейтинги для оценки сделок секьюритизации. Ожидаем изменения в нормативные документы Банка России касательно требований к формам и способам принятия рисков в объеме менее 20, но не менее 5% от общего размера обязательств по облигациям с заложенным обеспечением специализированного финансового общества.

¹ Наивысший возможный кредитный рейтинг по национальной рейтинговой шкале.

Произошли ли значительные изменения в регулировании рынка секьюритизации в прошлом году?

Андрей КОРОЛЕВ:

— Основным событием в регулировании стало снижение нормы удержания риска оригинатором, что является большим шагом в гармонизации регулирования секьюритизации. При этом до сих пор остается открытым большой пул вопросов, связанных

с повышением ликвидности инструментов, в том числе за счет уравнивания в регулировании статуса корпоративных и Sf-рейтингов, настройки дисконтов для возможности РЕПО с ЦК, открытия отдельных лимитов для инструментов неипотечной секьюритизации и т. д.

Елена МУЗЫКИНА:

— ЦБ РФ дорабатывал и обсуждал с рынком условия внедрения ННKL, финальная структура норматива повлияет на потребность банков в секьюритизации.

Юлия ЛАПШИНА:

— Значительные изменения происходят в этом году: это новшества в виде включения любых секьюритизированных бумаг с высоким рейтингом в состав высоколиквидных активов, сокращение обязательного размера младшего транша и др.

Владимир ЛИМАН:

— Да, конечно, произошли. Поправка к закону о рынке ценных бумаг, снижающая требования к удерживанию риска оригинатором секьюритизации, — это

очень полезное изменение, приближающее российское регулирование к мировым стандартам. Если бы регулятор также позволил профессиональным инвесторам вкладывать средства под их управлением в облигации секьюритизации с более низким, чем максимально возможный, кредитным рейтингом, это привело бы к появлению мезонинных траншей¹ в сделках. Такие транши были бы потенциально интересны институциональным инвесторам и обеспечивали бы лучшую субординацию для старших траншей, предлагаемых розничным инвесторам.

¹ Транши с очередностью погашения, приоритетной по отношению к «младшим», максимально субординированным траншам, но субординированные, в свою очередь, к другим, «старшим» траншам.

Как проходит развитие электронной закладной? Насколько этот механизм уже внедрился в процессы?

Елена МУЗЫКИНА:

— В 2024 году были оформлены 387 тыс. е-закладных на сумму 1.38 трлн руб. Доля электронных закладных возросла до 28% от объема годовой выдачи ипотечных кредитов (+8 п. п. по сравнению с 2023 годом). Электронные закладные выдают более 20 ипотечных кредиторов. 2024 год стал переломным для рынка закладных с залогом строящегося жилья. После внесения изменений в законодательство в 2022 году банки начали пилотные выдачи закладных с залогом прав по договору участия в долевом строительстве, к концу 2023 года доля таких закладных не превышала 1.5% от кредитов, выданных на покупку новостроек. Однако к декабрю 2024 года доля электронных закладных увеличилась до 40% от объема выданных за месяц кредитов с залогом прав по ДДУ. Из всех 430 млрд руб. закладных, выданных с залогом строящегося жилья, почти 380 млрд руб. были оформлены в 2024 году (90%).

Предстоит дальнейшая работа по сокращению транзакционных издержек выдачи и сопровождения е-закладных. ДОМ.РФ всегда готов под-

держивать переход банка на е-закладные, так как их применение существенно упрощает и ускоряет операционные процессы секьюритизации.

77% объема выпусков ИЦБ ДОМ.РФ, размещенных в 2024 г., и 44% объема всех размещенных выпусков ИЦБ ДОМ.РФ было обеспечено е-закладными (по РИП).



Денис СКРИПКИН:

— Поскольку в свое время закладная была создана именно для обеспечения функционирования вторичного ипотечного рынка и секьюритизации, а при организации сделки секьюритизации одной из основных задач является снижение временных и операционных затрат на подготовку портфеля, то переход на электронную закладную позволил практически исключить затраты на проверку портфеля закладных. И если раньше проверка бумажных закладных со стороны специализированного депозитария была очень болезненным процессом для банка-оригинатора, осо-

бенно при секьюритизации значительно портфеля, и растягивалась по времени на несколько недель, а то и месяцев, то с электронными закладными эта проверка делается буквально в течение нескольких часов. Сейчас можно констатировать, что электронная закладная фактически стала стандартом рынка и практически вытеснила бумажные закладные из выдачи. Безусловно, на балансах банков еще имеется значительный объем закладных в бумажном виде, и ближайшие несколько лет сделки с ними еще

будут проводиться, но в сокращающихся объемах. Будущее ипотечной секьюритизации за технологичными электронными документами!

Владимир ЛИМАН:

— Сбер уже достаточно давно перешел на использование электронных закладных в ипотечном кредитовании. Мы считаем, что такой переход в интересах любого банка. И, конечно же, проще делать секьюритизации с использованием электронных закладных.

Как вы считаете, какие новые активы могут появиться в сделках секьюритизации? Какие активы интересны с точки зрения денежного потока, ликвидности, ценообразования?

Елена МУЗЫКИНА:

— Мы видим, что растут объемы кредитов на индивидуальные жилые дома: ИЖС и готовые дома. На 01.01.2025 портфель кредитов в сегменте ИЖС составил 1.17 трлн руб., +70% или 481 млрд руб. за 2024 год. Это 5.8% от общего ипотечного портфеля (+2 п. п. за год) — уже значимый объем. В 2024 году почти все кредиты на ИЖС (617 млрд руб.) выданы по госпрограммам (98%), в первом полугодии — по льготной ипотеке, во втором — по семейной и сельской ипотеке. Кредиты на готовые индивидуальные дома выдаются по большей части по рыночным программам, поэтому объем выданных в этом сегменте значительно меньше, чем на ИЖС (398 млрд руб. в 2024 году). Планируем развивать секьюритизацию кредитов на ИЖС по мере накопления пулов достаточно высокого качества.

Наталья АКСЕНОВА:

— Как и прежде, основными активами будут ипотека и потребительские кредиты, возможно, появятся сделки с автокредитами, но их объемы будут минимальными, учитывая объемы выданных на рынке автокредитования.

Юлия ЛАПШИНА:

— Помимо секьюритизаций банковских портфелей, интересны секьюри-

тизации потоков платежей в небанковском секторе.

Секьюритизация крупных корпоративных кредитов (единичных кредитов, не портфелей) также имеет под собой перспективы, особенно ввиду стремления регулятора к перераспределению рисков в экономике.

Усложнение структур сделок может быть интересным инвесторам — например, стрипование ипотечных платежей в сделках с поручительством ДОМ.РФ. Длинные сделки мало интересны розничным инвесторам, но выделение в составе секьюритизаций сделок с более короткими сроками может иметь определенный спрос.

Владимир ЛИМАН:

— Секьюритизации лизинговых портфелей давно на повестке. Многие участники этого рынка рассматривали возможность реализации таких сделок. Продукт более сложный, чем секьюритизации банковских кредитов, но мы надеемся, что вскоре такие сделки материализуются. Что касается других продуктов, мы бы ожидали появления на рынке (точнее, возврата на него) секьюритизаций автокредитов, возможно, секьюритизаций кредитов с залогом объектов коммерческой недвижимости и портфелей кредитов субъектам малого и среднего бизнеса.

Расскажите о самых, на ваш взгляд, интересных и успешных сделках за 2024 год

Елена МУЗЫКИНА:

— В 2024 году размещены 2 выпуска ИЦБ ДОМ.РФ с существенной долей в ипотечном покрытии требований по кредитам с залогом прав по договорам долевого участия. Пока мы не видим резкого роста спроса на секьюритизацию таких кредитов, так как многие банки предпочитают оформить закладную после достройки объекта недвижимости и секьюритизировать закладную с залогом готового жилья. Но по мере развития технологий выпуска и сопровождения е-закладных мы ожидаем увеличения объемов секьюритизации кредитов с залогом прав на ДДУ.

Юлия ЛАПШИНА:

— В 2024 г. мы только запустили в работу несколько сделок, надеемся на их успешное завершение в 2025 г., чтобы рассказать о них на следующем круглом столе.

Денис СКРИПКИН:

— Здесь не могу не упомянуть сделку Яндекс Банка — первую на отечественном рынке секьюритизацию финтех. Для проведения данной транзакции был сформирован портфель денежных требований

по банковскому продукту Яндекс Финтех «Улучшенный Сплит». Поскольку это не совсем классический банковский потребительский кредит, то портфель получился очень гранулированным — около 800 тысяч требований. И только высочайший технологический уровень подготовки сервиса позволил продать его за один день. Сделка вызвала интерес на рынке в очень непростое время — в первой половине декабря 2024 года, в период ожидания повышения ключевой ставки мы смогли разместить облигации старшего транша в полном объеме. В размещении участвовало почти 20 тысяч инвесторов, подавляющее большинство из которых — физические лица. Можно с уверенностью сказать, что это была самая «розничная» секьюритизация на рынке на текущий момент.

Владимир ЛИМАН:

— Мы начали выпускать секьюритизации собственных потребительских кредитов. Отрадно отметить положительную реакцию инвесторов на сделку и успешную судьбу этого выпуска на вторичном рынке — есть и ликвидность, и хорошая динамика портфеля, предоставленного в обеспечение облигационного займа.



Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор
аналитического
департамента,
ИК РЕГИОН

Мягкая посадка в сложных условиях

В нынешнем году правительству и центральному банку предстоит обеспечить сбалансированный рост с низкой безработицей и умеренной инфляцией. Помимо сохраняющихся внутренних вызовов, таких как дефицит трудовых ресурсов, властям теперь необходимо учитывать импульсивность и непредсказуемость второй администрации Дональда Трампа.

Вторая администрация Дональда Трампа с первых дней реализует транзакционный подход к внешней торговле и политике, разделив мир на три неравных лагеря. Ближайшие соседи США, прежде всего, Канада и Мексика, предпочли без промедления пойти навстречу требованиям. Другие страны, прежде всего, Саудовская Аравия и Индия, сделали собственные предложения по реформатированию торговли и инвестиций, заранее обозначив готовность к переговорам. И, наконец, в третьей группе оказались Китай и Европейский союз. В первом разговоре с Трампом председатель Си также предложил решать противоречия путем диа-

лога, но в ответ на американские пошлины ввел свои ограничения, обозначив готовность к новому продолжительному противостоянию (первая торговая война длилась два года). Страны Европейского союза занимают схожую позицию.

В настоящее время крайне сложно предсказать, насколько существенный негативный эффект цепочкам поставок нанесут взаимные торговые барьеры, прежде всего, с точки зрения инфляции. В целом динамика интернационализации валют стран с развивающимися рынками и реформатирование глобальных внешнеторговых потоков в последние 4–5 лет позволяют утверждать, что цепочки поставок стали более устойчивы к шокам. Продолжение давления со стороны США будет поощрять развитие новых торговых блоков, ребалансировку географии поставок крупнейших экспортеров, перенаправление прямых инвестиций и рост рыночного влияния быстрорастущих стран, таких как Индия.

Тем не менее центральные банки не могут не учитывать новые торговые противостояния. В годы первой адми-

нистрации Дональда Трампа Федеральная резервная система предположила, что агрессивная внешнеторговая политика приведет к разгону инфляции. Но, начав повышать ставку и ужесточать сигнал, невзирая на гнев президента, Джером Пауэлл уже через несколько кварталов развернулся на 180 градусов. Важным дополнительным фактором сейчас являются усилия администрации по сокращению бюджетных расходов. Если они увенчаются успехом, бюджетный импульс сокротится, давление на рынок государственного долга спадет и денежно-кредитные условия смягчатся независимо от уровня учетной ставки, облегчая финансирование инвестиций.

Глава департамента государственной эффективности Илон Маск, чьи полномочия истекают в конце мая 2025 года, нацелен сократить дефицит федерального бюджета на \$1 трлн. Однако это вдвое меньше, чем требуется для сохранения масштабных налоговых льгот. Кроме того, часть расходов, от которых отказалось федеральное правительство, неизбежно будет перенесена на бюджеты отдельных штатов. Таким образом, сокращение фискального импульса в текущем и следующем годах может оказаться заметно менее выраженным, чем предполагает вторая администрация Дональда Трампа. Поэтому сейчас ФРС, вероятно, предпочтет взять продолжительную паузу, но по-прежнему будет размышлять о траектории возвращения учетной ставки в нейтральный диапазон.

В фокусе внимания США остается и ситуация на Ближнем Востоке. Перемирие в Палестине и Ливане теоретически открывает возможность для восстановления перевозок по Суэцкому каналу, что существенно сократит транспортные издержки грузоотправителей. Однако вместо этого эскалация в секторе Газа вновь набирает обороты. Поэтому глобальные клубы страховщиков предпочитают сохранять высокие премии для этого маршрута и перейдут к обычным условиям не ранее, чем между конфликтующими сторонами будут заключены более устойчивые соглашения.

Определенные дезинфляционные перспективы открываются и в связи

с возможными переговорами между США и Ираном. С 2018 года, когда Дональд Трамп вышел из совместного всеобъемлющего плана действий, Тегеран сохранял контакты с Европой, а с прошлого года активно возрождает и укрепляет связи с мусульманскими странами. Возможные контакты с администрацией Дональда Трампа могут позволить Ирану поставлять на мировой рынок больше нефти, что соответствует стратегическим планам руководства страны. Если же они не увенчаются успехом, ОПЕК+ выпустит на рынок больше нефти, пользуясь своим колоссальным по историческим меркам резервом свободных мощностей.

С одной стороны, ОПЕК+ важно показать, что в основе принимаемых решений лежит цель снизить волатильность на рынке и обеспечить баланс интересов производителей и покупателей. С другой — учитывая готовность Саудовской Аравии активизировать экономические связи с США, определенные шаги к повышению объемов добычи весьма вероятны. С 1 апреля участники соглашения начнут постепенный отказ от добровольных ограничений в добыче. Формально это будет означать, что ОПЕК+ в нынешнем году не увеличит поставки относительно прошлогоднего уровня. Однако, учитывая обязательства Ирака и Казахстана компенсировать прежнее превышение квот, общие поставки в базовом сценарии несколько сократятся, поддерживая цены. Дополнительную жесткость балансу спроса и предложения может обеспечить возобновление покупок нефти в стратегический резерв США.

В России добыча нефти и газового конденсата не изменится относительно 2024 года, что при растущем спросе на моторное топливо, подогреваемом оттоком грузов с железной дороги на автомобильный транспорт, может означать сокращение экспорта в физическом выражении. Что касается цен, то они, вероятно, останутся в диапазоне \$70–80 за баррель, учитывая вероятность некоторого сокращения экономической активности в Китае. Если США продолжат оказывать давление на российских экспортеров, в пределе такая политика может привести к снижению

сортов Юралс и ВСТО к уровню около \$60 за баррель, что не несет угрозы российскому бюджету, но препятствует восполнению Фонда национального благосостояния и окажет давление на рубль.

Статистика последних месяцев показывает, что ситуация в российской экономике постепенно меняется в сторону дезинфляции. Потребительский спрос по итогам января-марта не просто существенно замедлился, но даже снизился, что, вероятно, объясняется слабостью рынка автомобилей. Активность в промышленности и секторе услуг также имеет тенденцию к снижению. Спрос на электроэнергию с учетом календарного и температурного факторов в I квартале остался без изменений, но здесь влияние на потребление также оказали введенные правительством ограничения на майнинг криптовалют в отдельных регионах.

Бюджетная политика в зимние месяцы оставалась стимулирующей: расходы заметно превышали уровень годичной давности, позволяя бизнесу не повышать долговую нагрузку. Это, с одной стороны, снизило риски дефолтов: рост требований к экономике практически остановился из-за досрочных погашений, с другой — обеспечило продолжение экономического роста. В целом это соответствует сценарию мягкой посадки. Однако правительственные пла-

ны по динамике роста весьма высоки, что может побудить власти к дополнительным стимулам, если фактические данные сильно отклонятся вниз от плана. Точечные решения по поддержке отдельных отраслей, в частности, угольной промышленности, уже разрабатываются. Впрочем, сейчас ситуация выглядит так, что Банк России имеет основания повысить прогноз экономического роста, а Министерство экономического развития слегка понизить, что сократит различия во взглядах.

Инфляция, с одной стороны, движется в рамках сезонных трендов. С другой — в структуре инфляции весь IV квартал 2024 года росла доля товаров, дорожающих со значительным отклонением от стандартных темпов (Рисунок 1). Остаются риски, связанные с исчерпанием свободных провозных емкостей авиакомпаний, потерей курортного сезона на значительной части черноморского побережья из-за разливов мазута, глобальными дисбалансами на рынках молочной и птицеводческой продукции и уже принятыми тарифными решениями.

В то же время в пользу замедления темпов инфляции начало работать значительное укрепление рубля. Как и в начале 2023 года, когда цены на нефть тоже были очень низки, сейчас мы видим

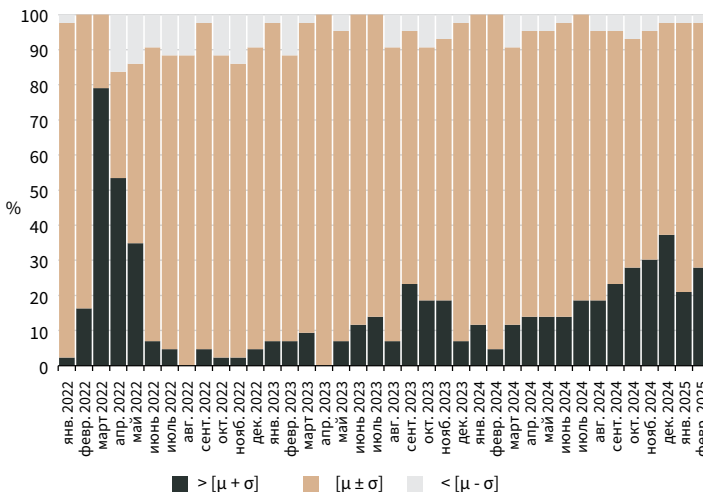


Рисунок 1
Распределение товарных категорий по величине отклонения сезонно-сглаженного прироста цен от уровня 2016–2020 гг.

Источник: Росстат, ЦБ РФ, собственные оценки и расчеты

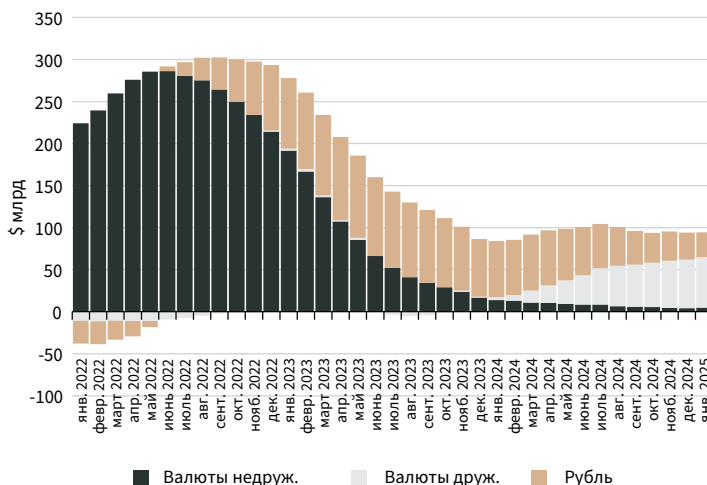


Рисунок 2
Структура чистого экспорта России (скользящая сумма за 12 месяцев)

Источник: ЦБ РФ, собственные оценки и расчеты

сильный рубль благодаря сильно возросшей доле юаня в профиците торгового баланса (Рисунок 2). Сокращение импорта под давлением замедляющегося потребительского и инвестиционного спроса и устойчивые физические объемы экспорта также говорят в пользу длительного периода крепости рубля. Благодаря этому инфляция в текущем году может оказаться ниже 7%.

На мартовском заседании регулятор придал повышенное значение динамике инфляционных ожиданий, скорости и устойчивости замедления ценовой динамики. Пока инфляционные ожидания и по абсолютной величине, и по структуре сильно отличаются от тех, что соответствуют достижению цели по инфляции. В «эталонный» период 2016–2020 годов население оценивало скорость роста цен на год вперед в диапазоне 8–10%, а разница в оценках между респондентами, имеющими и не имеющими сбережений, составляла 1–2 процентных пункта (сейчас — вдвое-втрое больше). Поэтому даже позитивная динамика в инфляции может не позволить Банку России быстро приступить к смягчению денежно-кредитной политики, хотя вероятность снижения ключевой ставки во второй половине года за последние месяцы существенно возросла.

Что касается ситуации с кредитованием, то трансфертные кривые банков

в январе-марте имели тенденцию к снижению, однако кредитные премии, согласно данным Банка России, не сократились. С 1 апреля кредитование (в том числе посредством приобретения облигаций) крупнейших заемщиков с высокой долговой нагрузкой сопровождается увеличением нагрузки на капитал. С 1 июля антициклическая надбавка к капиталу для системно значимых кредитных организаций возрастет вдвое, до 0.50%. Все перечисленные факторы будут поддерживать кредитные премии на сложившемся уровне и замедлять рост требований банков к реальному сектору. Только летом, с приближением внедрения национального норматива ликвидности, денежно-кредитные условия могут вновь смягчиться.

Активная совместная работа правительства и центрального банка, включавшая помимо перечисленных выше решений оптимизацию инвестиционных программ естественных монополий, скорее всего, позволит экономике уже в ближайшие кварталы выйти из состояния перегрева. Однако неопределенность инфляционных трендов, возросшая в связи с новыми торговыми войнами, не позволяет рассчитывать на значительное снижение ключевой ставки и будет поддерживать высокую доходность инструментов с фиксированной доходностью.

Результаты громче слов

2024 год:

- зарегистрировано 9 выпусков облигаций, общий объем ~**2 трлн** рублей
- получена FPI лицензия с доступом к финансовому рынку Индии

am.solid@solid-mn.ru
solid-mn.ru

The background is dark gray with several overlapping hexagons in shades of brown and gray. A large, light brown hexagon with a white border is centered, containing the text. There are also white line art elements: a hexagon outline to the left, a larger hexagon outline to the top right, and a series of three parallel lines at the bottom right.

ABS
CMBS
RMBS

Мировой рынок
секьюритизации



Михаил ПОНОМАРЕВ,
старший юрист, правовое
сопровождение сделок
на рынках капитала,
АО «ДОМ.РФ»

Наиболее перспективные активы для секьюритизации на мировых рынках

В этом году секьюритизации как механизму исполняется 55 лет, первая сделка по ипотечной секьюритизации, или MBS (Mortgage-Backed Securities), была организована в 1970 г. в США¹. Традиционно в качестве обеспеченных активов для секьюритизации выступали ипотечные кредиты, автокредиты, кредитные карты и другие однородные долговые требования. Однако в последние годы на мировых рынках наметилась тенденция к секьюритизации новых, нетрадиционных типов активов. Это обусловлено поиском инвесторами более высокодоходных и диверсифицированных инструментов, а также стремлением эмитентов привлечь финансирование под нестандартные активы. Согласно отраслевым

обзорам, рост секьюритизации необычных активов, таких как финтех-кредиты, роялти и проекты в области возобновляемой энергетики, способствует расширению рынка, привлекая более широкий круг инвесторов и повышая устойчивость финансовой системы. В данной статье представлен сравнительный обзор наиболее перспективных направлений секьюритизации в разных регионах мира — Европе, Азии и Америке — с акцентом на новые и нетрадиционные активы: блокчейн-секьюритизацию, секьюритизацию интеллектуальной собственности, зеленую секьюритизацию, секьюритизацию будущих доходов и др. Каждый региональный раздел содержит конкретные примеры и анализ того, какие активы уже используются, какие появились недавно и какие инициативы выглядят наиболее интересными и масштабируемыми. В заключении проводится общий сравнительный анализ выявленных тенденций.

¹ J. Kagan, Government National Mortgage Association (Ginnie Mae): History and Programs. Investopedia, 2025. URL: <https://clck.ru/3KDZSV>.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В ЕВРОПЕ

Европа имеет развитый рынок секьюритизации, но после финансового кризиса 2008 г. он рос умеренно из-за жесткого регулирования. В последние годы европейские игроки концентрируются на устойчивой секьюритизации. ESG-активы становятся главным новым драйвером: объем зеленой секьюритизации в Европе хотя и невелик в абсолютных цифрах, но быстро растет. В 2023 г. объем европейской зеленой секьюритизации удвоился по сравнению с 2022 г. и составил 2.4 млрд евро¹. Эта сумма всё еще составляет лишь примерно 1.4% от общего объема выпускаемых облигаций в ЕС, что указывает на значительный потенциал роста². Европейские регуляторы стремятся стимулировать рынок за счет стандартизации: в конце 2024 г. вступил в силу Регламент ЕС о зеленых облигациях (European Green Bond Standard), который позволяет присваивать секьюритизациям статус зеленых (лейбл EuGB) при условии направления не менее 85% привлеченных средств на таксономически устойчивые проекты³. Благодаря этому даже сделки, основанные на традиционных активах, могут получить зеленый лейбл при целевом использовании средств на экологические цели.

В Германии в 2023 г. компания Enpal осуществила первую секьюритизацию портфеля солнечных панелей — выпуск ABS (Asset-Backed Securities)⁴ на сумму 240 млн евро для финансирования более 8.5 тыс. домашних солнечных систем. Этот кейс демонстрирует возможность секью-

ритизировать кредиты на установку ВИЭ (возобновляемых источников энергии) для частных домохозяйств⁵. В Нидерландах растет секьюритизация зеленых ипотек — пулов жилищных кредитов на энергоэффективные дома: в 2023 г. там было размещено около 1.4 млрд евро секьюритизаций энергоэффективных ипотек, почти втрое больше, чем годом ранее⁶. Выпуски зеленых секьюритизаций составили почти 40% от общего объема жилищных ипотечных секьюритизаций в 2023 г. по сравнению с 19% в 2022 г. Кроме экологии, в Европе обращают внимание и на социальные секьюритизации, например, секьюритизация портфелей государственно субсидируемых кредитов малого и среднего бизнеса (МСП), что было актуально после пандемии COVID-19, и секьюритизация студенческих займов с социальным эффектом, хотя эти сегменты пока остаются нишевыми.

Еще одно перспективное направление — секьюритизация интеллектуальной собственности и иных нетипичных потоков дохода. Европа исторически была пионером в этом, еще в 1997 г. в Лондоне были выпущены знаменитые «Bowie bonds», облигации под доходы от музыкального каталога Дэвида Боуи. После долгого перерыва интерес возобновился: около 2022 г. в мире прошла серия сделок секьюритизации музыкальных роялти на сумму почти 3 млрд долларов, среди которых были выпуски, структурированные с участием европейских музыкальных фондов, например, Hipgnosis Songs Fund из Великобритании⁷. Также в Великобритании и континентальной Европе применяются структуры секьюритизации бизнеса («whole business securitisation»), позволяющие компаниям привлекать средства под будущие денежные потоки от всей деятельности. Например, крупные футбольные клубы

¹ N. Clixby, A. Dashtgard, M. Cox, *Securitisation Laws and Regulations Securitisation: Financing the Green Transition 2024–2025*. ICLG.com. URL: <https://clck.ru/3K4vbF>.

² Ibid.

³ F. Djabali, N. Laut, A. Massengo, *Green securitisation: a lever for financing the transition*. 2025, Banque de France. URL: <https://clck.ru/3K4w8b>.

⁴ Asset-Backed Securities (англ. «ценные бумаги, обеспеченные активами») — родовое понятие для всех видов ценных бумаг, которые обеспечены каким-либо активом, Mortgage-Backed Securities (MBS), или ипотечные бумаги, обычно включаются в более общее понятие ABS.

⁵ Enpal successfully prices Europe's first residential solar securitisation program with € 240 million offering. URL: <https://clck.ru/3K9ENJ>.

⁶ Sharp increase in green securitisations in 2023, De Nederlandsche Bank, 2024. URL: <https://clck.ru/3K4xCE>.

⁷ W. W. Chang, J. M. Manzi, *ABS Frontiers: Music Royalty Securitizations Are Getting The Band Back Together*, S&P Global, 2025. URL: <https://clck.ru/3K4yzC>.

и спортивные организации ищут финансирование через секьюритизацию будущих поступлений от продажи билетов, прав на телетрансляции и спонсорства¹. В 2024 г. несколько европейских футбольных клубов в Италии и Испании рассматривали сделки по секьюритизации медиаправ и абонементов, чтобы получить авансом средства на развитие инфраструктуры, такие проекты привлекают внимание инвесторов, хотя и требуют сложной структуры для учета спортивных рисков.

Наконец, в Европе наблюдается рост синтетических секьюритизаций — сделок, при которых банки передают риски по кредитным портфелям, например, МСП-кредитам или потребительским ссудам, через выпуски траншей без передачи самих активов. Это позволяет освободить капитал для новых зеленых кредитов и инновационных секторов. Европейские наднациональные банки (Европейский инвестиционный банк и др.) участвуют в подобных сделках, чтобы направлять высвобожденные ресурсы на финансирование перехода к низкоуглеродной экономике². В целом Европа видит перспективу секьюритизации, прежде всего, в рамках ESG-повестки как инструмента мобилизации частного капитала для экологической и цифровой трансформации, а также в монетизации интеллектуальных и деловых активов. Инициативы по созданию общеевропейской платформы выпусков зеленых секьюритизаций и унификации правил, например, проекты ЕС по Capital Markets Union, призваны устранить фрагментацию рынка и увеличить масштабы этих новых классов активов³.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В АЗИИ

Азиатские рынки секьюритизации очень разноплановы: здесь и один из крупнейших рынков секьюритизации

Китая, и динамичные развивающиеся рынки Юго-Восточной Азии, и финансовые хабы Сингапура и ОАЭ, и огромный, но специфичный японский рынок. Многие азиатские страны используют секьюритизацию для финансирования роста и инноваций, часто опираясь на государственную поддержку.

Китай выделяется объемами и инновациями. С 2015 г. рынок секьюритизации в КНР рос взрывными темпами, достигнув 2.9 трлн юаней ежегодных выпусков к 2020 г.⁴ Китайские регуляторы поощряют использование новых технологий: около 5% всех выпусков ABS в Китае с 2017 г. проводятся на блокчейне. Платформы, связанные с гигантами fintech, такими как Ant Group или JD.com, внедрили блокчейн для секьюритизации потребительских и бизнес-кредитов. Исследования Банка международных расчетов показали, что применение блокчейна дает ощутимый эффект: снижает стоимость выпуска приблизительно на 25 базисных пунктов, особенно для сделок с более сложными и непрозрачными активами⁵. Это делает Китай мировым лидером по блокчейн-секьюритизации: местный регулятор ценных бумаг (CSRC) разрешил пилотные проекты, где организаторы ABS предоставляют инвесторам прозрачность в реальном времени по качеству кредитов, используя распределенный реестр.

По видам активов Китай также демонстрирует разнообразие. Наряду с традиционными ипотечными и автокредитными ABS быстро растут секьюритизации онлайн-займов и финтех-кредитов. Например, интернет-платформы P2P-платежей и микрокредитные онлайн-компании объединяют мелкие необеспеченные кредиты и продают их через ABS, удовлетворяя спрос инвесторов на более доходные бумаги. Государство также стимулирует секьюритизацию для поддержки инноваций: в последние годы в Китае реализовано

¹ I. J. Milton, Sports Debt Expected to Be Newest Collateral for Securitizations, Academy Says. Bloomberg, 2025. URL: <https://clck.ru/3K53cg>.

² F. Djabali, N. Laut, A. Massengo, Green securitisation: a lever for financing the transition. 2025, Banque de France. URL: <https://clck.ru/3K4w8b>.

³ Ibid.

⁴ J. Liu, I. Shim, Y. Zheng, Absolute blockchain strength? Evidence from the ABS market in China. BIS Working Papers №1116, 2023. URL: <https://clck.ru/3KD4uR>.

⁵ Ibid.

несколько выпусков облигаций, обеспеченных патентами и товарными знаками (IP-secured ABS), чтобы помочь технологическим компаниям монетизировать интеллектуальную собственность. Еще одно приоритетное направление — зеленая секьюритизация. Китай занимает 2-е место в мире по объемам зеленых ABS: с 2019 г. на долю китайских эмитентов приходится примерно 16% глобального выпуска зеленых секьюритизаций¹. Внутри страны выпущены ABS, привязанные к кредитам на электромобили, солнечные электростанции и энергоэффективное строительство. Например, крупные банки выпускают зеленые пакетные облигации под портфели кредитов на солнечные фермы, а автопроизводители секьюритизируют лизинг батарей для электромобилей. Таким образом, в Китае перспективными активами являются финтех-займы, IP-активы и зеленые проекты, а технологическое сопровождение на блокчейне повышает привлекательность этих сделок.

Индия и другие страны Южной и Юго-Восточной Азии также осваивают новые виды секьюритизации. В Индии исторически упор был на секьюритизацию микрокредитов и автокредитов, но сейчас появляются ABS на основе цифровых займов и портфелей BNPL-кредитов (buy-now-pay-later) от финтех-компаний. Регуляторы Индии обсуждают возможность зеленой секьюритизации: хотя пока основным инструментом зеленого финансирования остаются облигации, эксперты указывают, что развитый рынок секьюритизации мог бы ускорить финансирование ВИЭ-проектов². Первые такие проекты секьюритизации кредитов на солнечные панели и энергоэффективность, поддержанные государственными банками, могут возникнуть в ближайшие годы. Сингапур как финансовый центр региона экспериментирова-

ет с токенизацией активов в регулируемой среде: Монетарное управление Сингапура (MAS) в 2022–2023 гг. проводило проект Guardian, в рамках которого тестировались выпуски облигаций и структурированных продуктов на блокчейне, что закладывает основу для будущих блокчейн-секьюритизаций³. Япония, имея большой внутренний рынок, проявляет интерес к секьюритизации инфраструктурных проектов: примером может служить выпуск облигаций, обеспеченных доходами от концессий на дороги или аэропорты, а также обсуждения секьюритизации будущих поступлений от проектов ГЧП. Кроме того, японские инвесторы активно вкладываются в музыкальные и медийные секьюритизации за рубежом, что косвенно стимулирует развитие этого класса активов.

Отдельно стоит отметить динамику исламских стран Азии, таких как ОАЭ, Саудовская Аравия, Малайзия, Индонезия, где секьюритизация часто реализуется через исламские аналоги — сукуки, структуры которых схожи с ABS. Например, в ОАЭ и Саудовской Аравии до недавнего времени не было классических MBS, но уже предпринимаются шаги к их введению. В Саудовской Аравии государственная компания SRC в 2024 г. подписала соглашение о первом выпуске ипотечных ценных бумаг, открывая тем самым рынок жилищной секьюритизации в регионе⁴. Эта сделка позиционируется как «инновационный класс активов» для Королевства, призванный диверсифицировать финансовые рынки и привлечь глобальных инвесторов. В ОАЭ ведутся разговоры о секьюритизации лизинговых платежей в недвижимости в контексте дубайского рынка недвижимости и о секьюритизации инфраструктуры в формате сукуков для финансирования масштабных проектов⁵. Малайзия

¹ F. Djabali, N. Laut, A. Massengo, Green securitisation: a lever for financing the transition. 2025, Banque de France. URL: <https://clck.ru/3K4w8b>.

² Securitisation as an enabler of green asset finance in India, Briefing paper for 7th Securitisation Summit 2018. Climate Bonds Initiative, 2018. URL: <https://clck.ru/3K54wK>.

³ Project Guardian. Monetary Authority of Singapore, 2024. URL: <https://clck.ru/3KDA8b>.

⁴ N. Hassan, SRC and Hassana launch mortgage-backed securities to boost Saudi real estate investment. Arab News, 2025. URL: <https://clck.ru/3K56Qm>.

⁵ M. Rainey, A general introduction to Securitisation Law in United Arab Emirates. Lexology, 2023. URL: <https://clck.ru/3KDFbV>.

и Индонезия также используют сукуки для похожих целей: например, выпускались сукуки, обеспеченные доходами от проектов устойчивого развития. Хотя в количественном выражении азиатские рынки, за исключением Китая, уступают США и Европе, именно здесь могут появиться уникальные модели секьюритизации, сочетающие традиционные подходы и современные технологии.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В АМЕРИКЕ

Америка, прежде всего США, является родиной секьюритизации и самым крупным рынком, на котором сейчас также наблюдается стремление к новым классам активов. По данным на 2023 г., Северная Америка формирует около 27% глобального рынка ABS, и инновации здесь часто задают тон для других регионов¹. В США после 2008 г. основное внимание было направлено на восстановление традиционных секторов (ипотечных, потребительских ABS), но к началу 2020-х рынок диверсифицировался за счет нишевых сделок.

Одно из наиболее бурно развивающихся направлений — секьюритизация прав на интеллектуальную собственность и будущих доходов в сфере развлечений и технологий. За 2021–2022 гг. на рынке США и Европы было заключено не менее 4 крупных сделок с музыкальными каталогами известных исполнителей на общую сумму около 3 млрд долларов². Рейтинговые агентства отмечают рост интереса к таким инструментам и ожидают дальнейшего увеличения объема выпуска музыкальных ABS. Помимо музыки, секьюритизируются и другие виды роялти: например, фармацевтические (права на долю выручки

от продаж лекарств) и кинематографические (доходы от проката фильмов). Эти сделки позволяют владельцам интеллектуальной собственности получить крупные суммы авансом, а инвесторам — доступ к экзотическим активам с доходами, слабо коррелирующими с рынком.

Второе ключевое направление — зеленые секьюритизации в США, которые по масштабам опережают другие регионы. Американские агентства по ипотечному кредитованию (Fannie Mae, Freddie Mac) активно выпускают «Green MBS» — облигации, обеспеченные ипотеками на энергоэффективные дома или экологичные многоквартирные проекты. Например, одна лишь Fannie Mae с начала программы до конца 2023 г. выпустила свыше 117 млрд долларов зеленых ипотечных MBS, оставаясь глобальным лидером в этой категории³. Кроме того, в США развился рынок секьюритизации солнечных панелей для коммерческой недвижимости: существуют специальные инструменты, такие как PACE (Property Assessed Clean Energy) облигации, где займы на энергоэффективные улучшения объединяются и погашаются через дополнительные налоги на недвижимость⁴. Электромобили как класс активов тоже начинают проникать в секьюритизацию: автопроизводители и банки запускают пилотные выпуски ABS, где обеспечением служат лизинговые платежи или автокредиты на электромобили, удовлетворяя критерии зелености. Таким образом, ESG-секьюритизация в США охватывает широкий спектр от жилья до транспорта и активно привлекает инвестиционные фонды, ориентированные на устойчивое развитие.

¹ P. Wadhvani, Asset Backed Securities Market Size — By Issuer Types (Financial institutions, Captive finance companies, Specialty finance companies, Government-Sponsored Enterprises (GSEs)), Underlying Asset, Maturity, Structure, Issuance Type & Forecast, 2024–2032. Global Market Insights Inc, 2024. URL: <https://clck.ru/3K58B5>.

² W. W. Chang, J. M. Manzi, ABS Frontiers: Music Royalty Securitizations Are Getting The Band Back Together, S&P Global, 2025. URL: <https://clck.ru/3K4yzC>.

³ M. Collins, Why Bet on Green? Unpacking Fannie Mae's Success in Multifamily Green Financing. Environment+Energy Leader, 2024. URL: <https://clck.ru/3K59iR>.

⁴ N. Clixby, A. Dashtgard, M. Cox, Securitisation Laws and Regulations Securitisation: Financing the Green Transition 2024–2025. ICLG.com. URL: <https://clck.ru/3K4vbF>.

Еще одна американская особенность — секьюритизация будущих доходов бизнеса. В США разработаны структуры, позволяющие компаниям секьюритизировать практически любые стабильные денежные потоки. Известны примеры секьюритизации франчайзинговых платежей ресторанных сетей, таких как Domino's, KFC и др., привлекавших средства под будущие роялти от франшиз, доходов от сдачи в аренду телекоммуникационных вышек, потоков платежей за кабельное телевидение и т. д. В последние годы инвесторы проявляют интерес к экзотическим активам, так, появились ноты, обеспеченные будущими платежами за спортивные абонементы и телевизионные права. В 2024 г. аналитики отмечали, что сектор спорта может стать следующей горячей точкой секьюритизации, учитывая огромные контракты лиг и клубов¹. В частности, обсуждается выпуск облигаций под долю доходов НБА или НФЛ от телетрансляций².

Стоит отметить американские инициативы по применению блокчейна в секьюритизации. Хотя регуляторная среда США строже в отношении криптоактивов, ряд финтех-компаний добились успеха в токенизации классических активов. Пример — компания Figure Technologies, которая на своей блокчейн-платформе Provenance еще в 2020 г. выпустила токены на кредиты под залог жилья на 150 млн долларов³. Сделка получила рейтинг и продемонстрировала, что вся цепочка от выдачи кредита до структурирования ABS может осуществляться на распределенном реестре, снижая издержки примерно на 100 базисных пунктов

по сравнению с традиционным выпуском⁴. В 2022–2023 гг. Figure продолжала проводить секьюритизации на блокчейне совместно с институциональными инвесторами, а другие игроки изучают эту возможность. Таким образом, США успешно комбинируют традиционные MBS с передовыми ABS на IP-роялти, ESG-цели, не забывая про блокчейн и оставаясь ключевым полигоном для секьюритизационных инноваций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ перспективных активов для секьюритизации показывает, что мировой рынок вступил в новую фазу диверсификации. Если до 2010-х гг. секьюритизация ассоциировалась преимущественно с ипотеками и прочими стандартными долговыми требованиями, то теперь спектр охватывает интеллектуальные, цифровые, экологические и будущие активы. Каждый регион выдвигает свои приоритеты, но общая тенденция очевидна: секьюритизация выходит за пределы привычных рамок, превращаясь в универсальный финансовый инструмент для любых стабильных потоков доходов. Перспективы масштабирования этих новых классов активов во многом зависят от баланса между инновациями и рисками: участники рынка и регуляторы должны обеспечить прозрачность, надежность структур и защиту инвесторов. Однако примеры, рассмотренные в статье, демонстрируют, что при грамотном подходе секьюритизация нетрадиционных активов способна существенно расширить доступ к финансированию и перераспределить капитал в новые сектора экономики, оставаясь при этом эффективным механизмом управления рисками. В ближайшие годы можно ожидать дальнейшего роста описанных направлений, появления гибридных сделок, например, зеленой секьюритизации на блокчейне и развития механизма секьюритизации как одного из столпов глобальных рынков капитала.

¹ I. J. Milton, Sports Debt Expected to Be Newest Collateral for Securitizations, Academy Says. Bloomberg, 2025. URL: <https://clck.ru/3K53cg>.

² Fitch Rates NFL League-wide Term Notes 2024 XV-II Trust 'A'; Outlook Stable. Fitch Ratings, 2024. URL: <https://clck.ru/3K5Atf>.

³ Figure Technologies confirms successful \$149m ABS securitization of blockchain loans. Ledger Insights, 2020. URL: <https://clck.ru/3K5C6K>.

⁴ T. Skevington, M. Bacina, Figure securitises \$150M of home equity loans on Provenance Blockchain. Michael Bacina and Steven Pettigrove, 2020. URL: <https://clck.ru/3K5Ce9>.



Максим ЗЕНКОВ,
аналитик отдела
международных долговых
рынков, Cbonds

Мировой рынок секьюритизации: тренды 2024 года

Макроэкономическая специфика и особенности регулирования объясняют высокую вариативность структуры рынка секьюритизации в различных странах или регионах, особенно в условиях относительной финансовой изоляции. В то же время секьюритизация традиционно предоставляет широкое поле как для финансового инжиниринга, так и для инноваций на стороне регулятора, а диффузия идей, как известно, превосходит любые границы. Статья откроется обзором динамики рынка за прошедший год в крупнейших развитых и развивающихся экономиках, затем обратится к глобальным трендам рынка и завершится обзором новшеств в сегменте секьюритизации нетрадиционных активов.

США: удачный год

Стабилизация инфляции, высокая деловая активность и низкий уровень безработицы при сохранении ставки

ФРС на высоком уровне обеспечили благоприятный макроэкономический фон для рынка секьюритизации США в 2024 г.; также позитивную роль сыграла положительная динамика цен на недвижимость. По данным SIFMA, объем выпусков вырос почти для всех типов инструментов: ABS (+43%), агентских и неагентских MBS (+20 и +129% соответственно). Рисунок 1 демонстрирует, что рост затронул все ключевые категории базисных активов ABS, кроме кредитных карт. Возвращения к допандемийным значениям не произошло, но нисходящий тренд 2022–2023 гг. переломлен.

Общая картина роста потребительского спроса скрывает противоречивую реальность. Благонадежные заемщики (prime borrowers) стали активнее приобретать товары длительного пользования, что находит отражение, в частности, в росте объемов автокредитования: секьюритизация автокредитов превы-

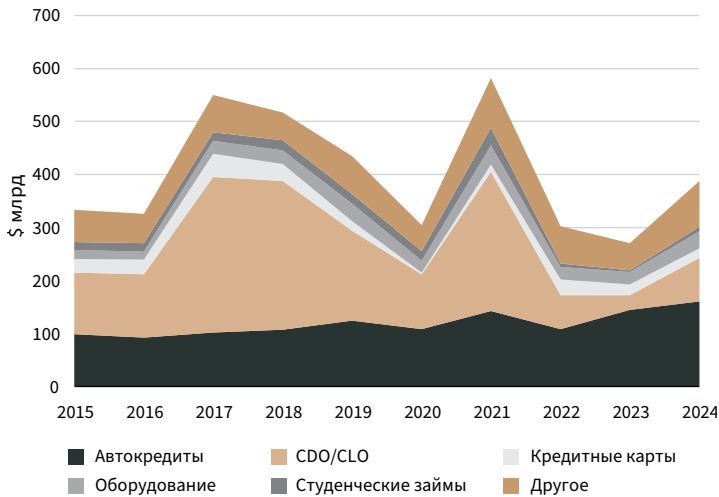


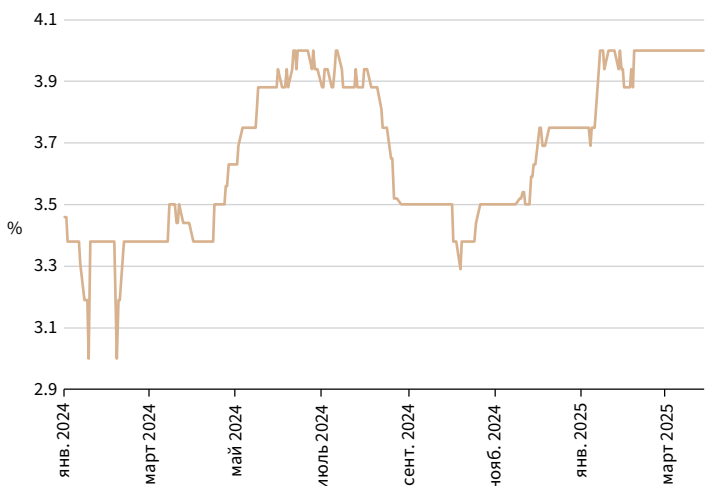
Рисунок 1
Динамика выпуска
ABS в США
Источник: SIFMA

сила даже пиковые значения 2021 г. Напротив, заемщики, чьи реальные доходы не выросли или снизились, сталкиваются с необходимостью рефинансировать уже взятые ранее кредиты по высоким ставкам. В результате за счет subprime-сегмента выросло число существенных просрочек (более 90 дней) по кредитным картам (с 6.36 до 7.18%) и автокредитам (с 2.66 до 2.96%) до рекордных за более чем десятилетие значений. Ухудшение качества секьюритизированных продуктов с соответствующими базисными активами вызывает беспо-

койство консервативно настроенных участников рынка.

Рынок ожидает от ФРС лишь двух снижений ставки в 2025 г. (Рисунок 2), поэтому в ближайшем году вероятно сохранение общей динамики рынка. Эмитенты будут рассматривать секьюритизацию в качестве более дешевого источника финансирования, тогда как для инвесторов с позициями в таких инструментах снижаются риски досрочного погашения. Внимания требует влияние решений новой администрации на состояние делового цикла и кредитования в США.

Рисунок 2
Консенсус-прогноз
ставки ФРС США
на IV квартал 2025 г.
Источник: Cbonds



ЕВРОПА: УМЕРЕННЫЙ РОСТ, «ГОЛОВНАЯ БОЛЬ» РЕГУЛЯТОРА

В 2024 г. объем выпуска секьюритизаций в Европе вырос на 14,8% (Рисунок 3), достигнув наиболее высокого уровня с начала 2010-х гг. Впервые с 2021 г. размещенный объем инструментов превысил объем, сохраненный эмитентом на своем балансе. Впрочем, расширение, в отличие от США, было более неравномерным: сегмент CDO/CLO стал драйвером роста (+88%), в то время как выпуск RMBS — крупнейшей составляющей рынка — стагнировал (–1%).

Примечательно и соотношение выпусков в рамках и вне рамок регулирования, разработанного под эгидой Европейской комиссии и получившего название «Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация» (STS). Оригинатор вправе самостоятельно принимать решение о том, должен ли продукт претендовать на статус STS. По задумке авторов инициативы, получение статуса должно привлекать к секьюритизированным инструментам более широкий круг инвесторов, одновременно упрощая для регулятора задачу мониторинга тенденций на традиционно сложном и богатом на риски рынке.

В 2024 г. доля STS-секьюритизаций была наименьшей с 2019 г., когда новое

регулирование вступило в силу, в абсолютных цифрах — налицо многолетняя стагнация. Вероятные причины — высокая стоимость обеспечения комплаенса и отсутствие у инвесторов, среди которых доминируют институциональные игроки, готовности вознаграждать подобный статус существенно большим спросом. Более 93% находящихся в обращении европейских секьюритизаций с присвоенным кредитным рейтингом относятся к сегменту «A–AAA/A–Aaa» по сравнению с 51% в США (данные Moody's). Для инструментов с подобным кредитным качеством не столь значимы дополнительные меры убеждения инвесторов, тем более обременительные для оригинатора.

Европейские регуляторы сталкиваются с дилеммой обеспечения роста рынка при сохранении достаточного контроля над ним. Вопрос ставится со всей остротой ведущими экспертными голосами. В частности, Марио Драги, бывший председатель ЕЦБ, экс-премьер-министр Италии и знаковая для евро фигура, в докладе «Будущее европейской конкурентоспособности», подготовленном по заказу Еврокомиссии, уделяет существенное внимание наращиванию объемов секьюритизации активов.

Драги подчеркивает, что бремя регулирования, неполный характер интегра-

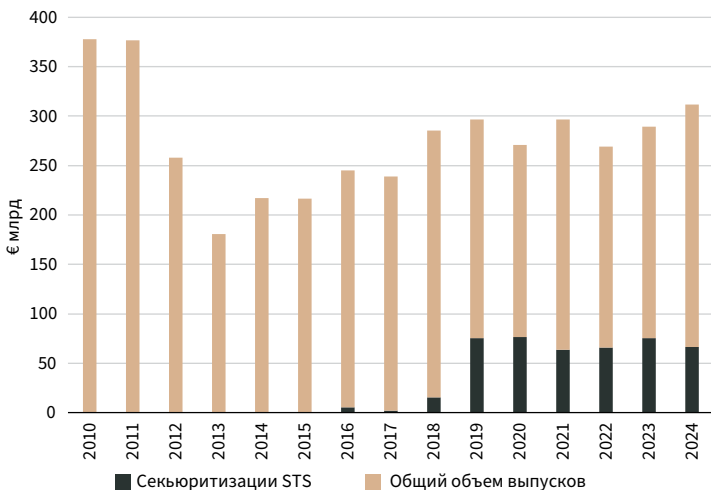


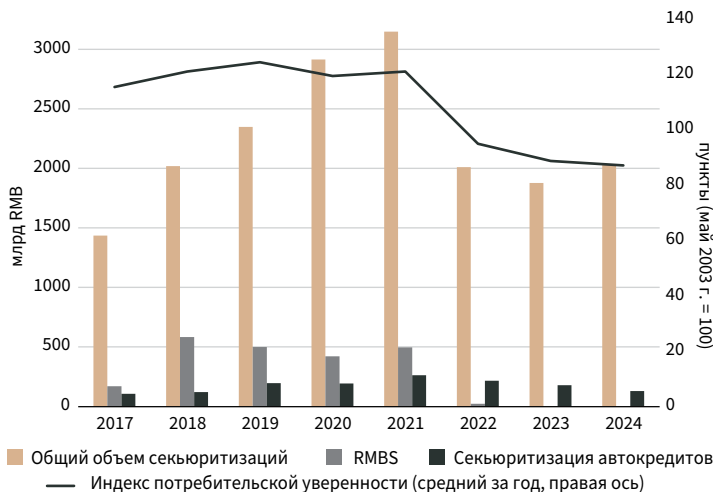
Рисунок 3
Динамика выпуска секьюритизаций в Европе*

Источник: AFME

* STS-секьюритизации за годы до вступления регулирования в силу в 2019 г. — инструменты, получившие статус в порядке *ex post* по желанию оригинаторов.

Рисунок 4
Динамика выпуска
секьюритизаций в КНР*
Источники: S&P Global
Ratings, Cbonds

* График учитывает только секьюритизации, выпущенные в рамках схемы CAS, управляемой Народным банком Китая и Национальной администрацией по финансовому регулированию.



ции рынков капитала стран Еврозоны и недостаточное развитие рынка секьюритизации существенно ограничивают доступные банковской системе возможности кредитования. В итоге европейские банки проигрывают американским конкурентам, опирающимся на гораздо более глубокий финансовый рынок. Экс-глава ЕЦБ заключает: «В контексте ЕС она [секьюритизация — прим. автора] также может заменить недостаток интеграции рынка капитала, позволяя банкам объединять кредиты, выданные в разных государствах-членах, в стандартизированные и торгуемые активы, которые могут быть приобретены и небанковскими инвесторами»¹.

Поскольку более прямые методы обеспечения более тесной интеграции рынков капитала могут столкнуться с усиленным политическим противодействием, секьюритизация представляется перспективным направлением. Уже в июне 2023 г., например, было принято решение о временном (до 2032 г.) снижении коэффициента риска как для STS-секьюритизаций, так и для инструментов, не имеющих такого статуса. В октябре прошедшего года Еврокомиссия начала консультации

по секьюритизации. Европейским регуляторам предстоит изобретать новые эффективные решения для старой головоломки: как увеличить глубину рынка, но не попасть в опасный водоворот?

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ: РАЗНОНАПРАВЛЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Рассмотрим ситуацию на трех крупнейших развивающихся рынках секьюритизации — Китая, Индии и Бразилии.

Китай

Общий выпуск секьюритизаций в Китае за 2024 г. продемонстрировал умеренный рост (+8.3%, Рисунок 4), но его структура указывает на проблемные точки экономики Поднебесной. Подъем был обеспечен, прежде всего, ABS с такими базисными активами, как потребительские кредиты и кредиты малому и среднему бизнесу, а также секьюритизациями, связанными с квази-фондами недвижимости (*quasi-REIT*). При этом в ряде значимых сегментов рынка наблюдаются негативные тенденции, связанные с двумя ключевыми вызовами.

Первый — продолжающийся кризис на рынке недвижимости. Снижение цен на жилье и трудности в его реализации объясняют полное отсутствие новых выпусков RMBS в 2023–2024 гг. Государственные меры поддержки застройщиков и ипотечного кредитования во вто-

¹ Европейская комиссия. The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe. — Брюссель: Европейская комиссия, 2024. — С. 66.

рой половине 2024 г. дают основания предполагать, что прошлый год обозначил дно падения, за которым последует восстановление сектора. Восстановление будет медленным и неравномерным, и новые выпуски RMBS, вероятно, остаются за границами краткосрочной перспективы.

Второй вызов для китайского рынка — это низкая потребительская активность, которая после обвала в апреле 2022 г. стабилизировалась на самом низком уровне с начала 1990-х гг., когда начали вестись наблюдения. Видимое следствие — снижение потребительского аппетита к товарам длительного пользования, в частности, автомобилям, что заметно на Рисунке 4. Развитие рынка в ближайший год будет во многом зависеть от стимулирования государством спроса на такие товары не только монетарными, но и фискальными методами. Развернутая Пекином в августе 2024 г. программа *trade in*, позволяющая получить субсидию на замену товаров длительного пользования, привела к оживлению потребительской уверенности в последние месяцы минувшего года. Это хороший знак и для китайского рынка секьюритизации, хотя неизвестной величиной остается влияние торговых пошлин Трампа на экономику КНР.

Бразилия

Среди развивающихся экономик по объему ежегодных размещений на рынке секьюритизации Бразилия уступает только Китаю. Представлены разнообразные инструменты различной степени сложности, наиболее типичными для рынка являются бумаги CRI (MBS) и CRA (бумаги, обеспеченные финансовыми потоками агропроизводителей). Объем выпусков за последний год, по оценкам S&P, составил 32 млрд долл. США (+15 %).

В 2024 г. активно эмитировались так называемые инвестиционные фонды дебиторской задолженности (*receivables investment funds, FIDCs*), в основе которых лежат финансовые потоки от экспортной деятельности. Обладая высокой ликвидностью и привлекательностью как для originаторов, так и для инве-

сторов, они в то же время создают риски, связанные со снижением стандартов кредитования: originатор ощущает стимул сместиться в сторону модели «*originate and distribute*»¹, доказавшей свою ненадежность во время глобального финансового кризиса. Здесь следует добавить, что факторинговые секьюритизации в Бразилии, как правило, основаны на обязательствах лишь одного должника, а значит, в целом более уязвимы к его финансовым трудностям.

Индия

Индийский рынок секьюритизации в своем развитии прошел путь от первоначального доминирования RMBS до преваляирования в его структуре ABS на основе необеспеченных потребительских и коммерческих займов. Составляя на данном этапе лишь 0.04% ВВП страны, рынок перешел к быстрому росту с CAGR 30% в последние три года. Поддержку его расширению оказывает экосистема небанковских финансовых институтов, активно осуществляющих кредитование населения и мелких предпринимателей. Также в экспортной среде надежды возлагаются на секьюритизации как средство финансирования инфраструктурных проектов.

Регулирование рынка отличается повышенной сложностью, порождая инновации со стороны участников. Пример — реинвестирование доходов от досрочных погашений обязательств должниками в те же фонды секьюритизации, что делает пул лежащих в их основе кредитов возобновляемым на постоянной основе.

ТРЕНДЫ: ОТ CLO ДО ЭЗОТЕРИКИ

Активность в CLO

В 2024 г. сегмент CLO показал убедительный рост как в США, так и в Европе. Этому способствовали два ключевых фактора: частичное восстановление ди-

¹ Originate and distribute — стратегия финансового учреждения, суть которой состоит в том, чтобы удерживать на балансе лишь минимальный возможный объем выдаваемых займов, быстро производя секьюритизацию кредитов и продавая их на рынке.

намики M&A-сделок и сжатие кредитных спредов, благоприятствующее компаниям с высокой долей долговой нагрузки.

Расширение географии синтетических CDO

Синтетические CDO, предусматривающие альтернативный способ передачи риска по пулу долговых обязательств от originатора третьей стороне с сохранением пула на его балансе, изначально преимущественно применялись на европейском рынке. Однако с течением времени круг базисных активов, лежащих в основе таких инструментов, всё чаще стал выходить за пределы ЕС (Рисунок 5), нередко сочетая в одном выпуске синтетических CDO активы из нескольких регионов.

Период повышенной турбулентности мировой экономики и геополитической атмосферы форсировал развитие процесса: в 2023 г. скачкообразно возросла доля неевропейских и неамериканских активов в основе синтетических CDO. Примечателен и общий рост объема использования инструмента в 2022–2023 гг. Тему не обошел стороной МВФ, напомнив в «Global Financial Stability Report» от октября 2024 года о рисках для финансовой стабильности, исходящих от чрезмерного использования механизма переноса рисков.

Секьюритизация нетрадиционных активов

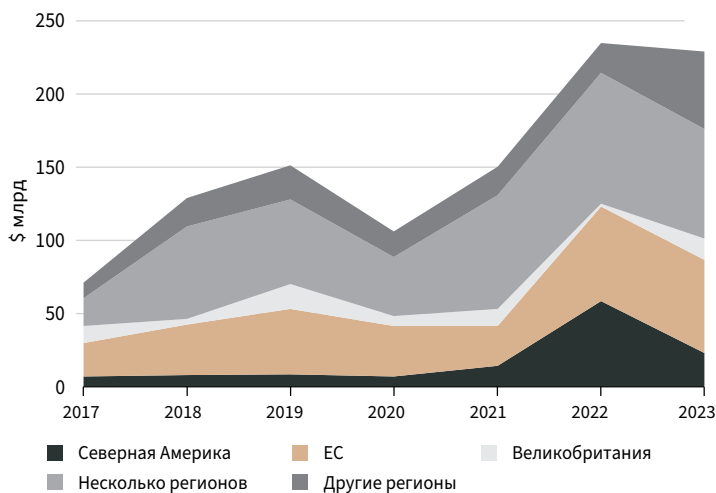
Сочетание повышенного уровня процентных ставок и здоровой деловой активности в экономике создает климат, благоприятствующий инновациям в области секьюритизации: с одной стороны, появляются или развиваются новые типы активов с перспективными финансовыми потоками, с другой — из-за высокого уровня ставок для originатора особенно насущно встает вопрос привлечения как можно более дешевой ликвидности. Один из путей решения этой задачи — секьюритизация нетрадиционных активов, известная также как эзотерическая секьюритизация (esoteric securitization или esoteric ABS).

Например, в апреле 2024 г. аукционный дом Sotheby's разместил секьюритизацию 89 кредитов, выданных им коллекционерам на приобретение картин, оцениваемых в 2.85 млрд долларов США, включая полотна Рембрандта, Пикассо и Уорхола. Объем размещения составил 700 млн долл. США, все картины при этом физически остались у своих владельцев. Подобные сделки представляют в качестве потенциально более приемлемой формы заимствования средств для музеев, галерей и коллекционеров, поскольку они не требуют болезненной продажи предметов искусства или угрожающей их сохранности транспортировки в места временного хранения.

Рисунок 5
Новые выпуски синтетических CDO*

Источник:
Financial Stability Board

* В категорию «другие регионы» входят Латинская Америка, Азия и Океания, Европа вне ЕС и Великобритании.



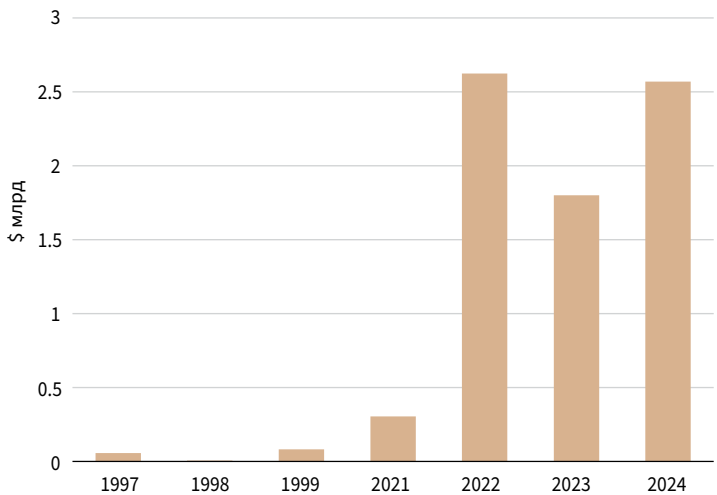


Рисунок 6
Объем выпуска секьюритизаций, обеспеченных музыкальной роялти
Источники:
S&P Global Ratings, собственные расчеты

Однако главное изменение заключается даже не в появлении новых типов активов, а в том, что в 2024 г. секьюритизация нетрадиционных активов впервые перешла из разряда лишь одного из сегментов рынка ABS в США в статус драйвера его роста. Самым динамичным сегментом стал выпуск ABS, обеспеченных цифровой инфраструктурой (в частности, центрами обработки данных, волоконно-оптическими линиями передачи) в качестве базисных активов: объем выпуска таких секьюритизаций за год превысил 20 млрд долл. США с потенциалом роста до 70 млрд размещений ежегодно¹. Новым же направлением стала секьюритизация лизинга IP-адресов. Оправилась от постпандемийного падения секьюритизация самолетов. Секьюритизацию на основе доходов от своей франшизы ресторанов быстрого питания произвела компания Subway. В Европе ряд премий за лучшую сделку года в сфере секьюритизации достался компании Enpal за первую в регионе секьюритизацию кредитов, предоставленных немецким домовладельцам для установки солнечных панелей.

Не осталась в стороне и музыка. Еще в 1990-х гг. первопроходцем на этом поле стал Дэвид Боуи, в честь которого секьюритизацию, обеспеченную будущими роялти от творчества музыканта, окрестили *Bowie bonds*. Теперь подобные инструменты набирают всё большую популярность (Рисунок 6): в прошлом году Hipgnosis, компания, инвестирующая в музыкальные права, успешно разместила секьюритизацию на 1.47 млрд долл. США. Ценная бумага подкреплена портфелем из 45 000 песен. Остается лишь гадать, какую бурю на рынке бы вызвало размещение условных *Swift bonds*.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рассмотренные в статье тенденции рынка секьюритизации при всех различиях между макроэкономическими контекстами и регулируемыми нормами подчеркивают главное — высокий потенциал адаптации этого инструмента под специфические потребности финансовой отрасли и другие внешние условия. В конечном итоге секьюритизация — это во многом «то, что мы из нее делаем». В условиях глобальной политической и экономической неопределенности можно быть уверенным в том, что рынок секьюритизации будет давать почву для творчества и неординарных решений и участникам рынка, и инвесторам, и регуляторам.

¹ Подробнее: ABS East 2024: Key Takeaways. — 2024. — URL: <https://www.ropesgray.com/en/insights/alerts/2024/11/abs-east-2024-key-takeaways>.

The background is dark gray with various geometric elements. There are several hexagons in shades of brown, tan, and gray, some overlapping. A large, light orange hexagon with a white border is the central focus. To its right, there is a white outline of a hexagon. In the bottom right corner, there are white lines forming a stylized 'V' or 'W' shape, and a small white hexagon. The text 'ABS', 'CMBS', and 'RMBS' is written in white, bold, sans-serif font, stacked vertically inside the central orange hexagon.

ABS
CMBS
RMBS

Секьюритизация
ипотеки



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

Рынок ипотечных ценных бумаг: в ожидании смягчения ДКП

Развитие российского рынка ипотечных ценных бумаг — вторичного ипотечного рынка — зависит от характера развития первичного рынка ипотечного кредитования. Однако жесткая связь этих двух рынков у нас не наблюдается: несмотря на резкое снижение выдачи в прошлом году, секьюритизация не остановилась. Не в последнюю очередь это было связано с тем, что в целом для российских банков секьюритизация не стала критически важным механизмом финансирования новой выдачи. И в этом наша система существенно отличается от американской, где львиная доля ипотечных кредитов продается, то есть фактически рефинансируется через их включение в обеспечение ипотечных бумаг уже на этапе подачи заявления на кредит. В России выдача ипотечных кредитов может фондироваться из разных источников, в том числе за счет привлеченных средств депозитов, что уже несет в себе определенные риски.

В течение прошлого года динамика первичного ипотечного рынка отличалась высокой волатильностью при очевидном понижательном тренде. И если в первой половине года объем выдачи был близок к аналогичному периоду 2023 г., то во второй половине он упал на 57%, а общий объем выдачи за год составил 4.9 трлн руб., сократившись на 37%. Главным фактором спада было ужесточение ДКП Банка России, которое началось в 2023 г. как реакция на инфляционное давление и продолжилось в 2024-м. С июля по октябрь 2024 г. ключевая ставка выросла с 16 до 21% и на этом рубеже остается в середине марта 2025 г. В результате ставки по рыночным ипотечным кредитам вышли на запретительный уровень, достигнув в конце года 29%, а их выдачи упали до минимума. На своем февральском заседании Совет директоров Банка России оставил ключевую ставку без изменения, однако прогноз по ставке в среднем за год был увеличен до 19–22%, что с учетом ро-

ста темпов инфляции в начале года делает вероятность значимого снижения ставок по рыночной ипотеке крайне незначительной.

Второй фактор торможения ипотечного рынка связан с мерами ЦБ, прежде всего, с жесткими макропруденциальными требованиями, которые направлены на снижение долговой нагрузки на заемщиков и рисков для банков. В марте 2024 г. Банк России повысил надбавки к коэффициентам риска по ипотечным кредитам. Это был очередной этап общего курса на ограничение наиболее рискованных сегментов ипотечного рынка, и он дал свой результат: доля вновь выданных кредитов с ПДН более 80% сократилась с 45% во втором полугодии 2023 г. до 13% в конце 2024 г., а доля выдачи с первоначальным взносом менее 20% упала за тот же период с 50 до 13%. Такая положительная динамика позволила Банку России с 1 марта текущего года несколько ослабить ограничения по низкорискованным кредитам. Однако общая жесткость подхода сохраняется, и с 1 июля ЦБ планирует введение прямых макропруденциальных лимитов на высокорискованные кредиты, на что он получил право.

Озабоченность Банка России вызывает распространение схем с участием банков и застройщиков, которые в конечном итоге ведут к завышению цен на жилье и росту долговой нагрузки. Принятый с начала года стандарт защиты прав и законных интересов заемщиков призван ограничить недобросовестные практики кредитования, минимизировать распространение высокорискованных ипотечных схем, обеспечить полное информирование заемщиков с целью защиты их интересов. При этом, по мнению ЦБ, господдержку необходимо предоставлять только на стандартную ипотеку. Это особенно важно, учитывая, что именно программы господдержки стали, с одной стороны, главной движущей силой ипотечного рынка и остаются таковыми в текущем году, а, с другой стороны, льготная ипотека стала одной из главных причин роста цен на жилье, превратившись из антикризисной меры в постоянно действующий фактор деформации рынка. Признаки пузыря на рынке жилья, вызывавшие се-

рьезную озабоченность ЦБ, не исчезли. И следующим фактором, определяющим динамику рынка, стали меры государства по корректировке льготного ипотечного кредитования. Основным событием здесь стало завершение с 1 июля 2024 г. массовой программы льготной ипотеки на новостройки. Условия по «семейной ипотеке» и «IT-ипотеке» были скорректированы, чтобы сделать программы более адресными и социально ориентированными. И хотя по результатам года мы увидели спад во всех сегментах рынка, по льготным кредитам он был значительно меньше, при этом доминирующей стала «семейная ипотека». В декабре 2024 г. доля льготных кредитов и выдача превысили 80% и сохранились на этом уровне в начале 2025 г., хотя и при существенном спаде абсолютных значений к соответствующему периоду предыдущего года.

По итогам 2024 г. на льготные кредиты пришлось 73% от общего объема выдачи. Однако в общем объеме ипотечного портфеля по банковской системе на конец года по-прежнему преобладали рыночные кредиты с долей 54%. Это более 10 трлн руб., почти полностью представленные долгосрочными кредитами с фиксированной ставкой, крайне подверженные процентному риску, при этом доходность этой части портфеля на фоне текущей рыночной ситуации совсем не высока. Средневзвешенная ставка выдачи рыночных ипотечных кредитов за период с 2021 по 2024 год включительно, объем которых превысил 11 млрд руб., составляет 11.67%. По данным Банка России, стоимость фондирования по банковской системе в последнее время устойчиво росла, увеличившись с 5.6% в III квартале 2023 г. до 10.9% в III квартале 2024-го¹, и, вероятно, продолжила рост до конца года. Это дает основание предположить, что текущая доходность портфеля рыночных ипотечных кредитов находится на грани убыточности, а с учетом затрат на обслуживание, возможно, и перешла ее. Сравнение со средними депозитными ставками, которые в начале 2025 г. превы-

¹ Аналитический обзор «Банковский сектор» за III квартал 2024. Банк России, декабрь 2024 г., стр. 5.

шали 20%, выглядит более впечатляюще, хотя оно и не вполне корректно.

Мы не впервые сталкиваемся с реализацией процентного риска — основного риска долгосрочных кредитов с фиксированной ставкой. Первый раз подобная ситуация в российской банковской системе возникла в результате мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Для некоторых банков ситуация была крайне острой, однако для банковской системы в целом она тогда не была критичной, учитывая относительно небольшой портфель ипотечных кредитов.

Текущая ситуация в значительной степени сглаживается растущей долей льготных кредитов в общепанковском портфеле, где этот риск по существу берет на себя бюджет, и которые обеспечивают общую положительную доходность ипотечного кредитования. Однако данный риск нельзя недооценивать, и в этой связи хотелось бы сослаться на события почти пятидесятилетней давности в США, известные как кризис ссудо-сберегательных ассоциаций (S&L — savings and loans association).

Во второй половине 70-х годов прошлого века на S&L приходилось более 50% рынка жилищной ипотеки США, а доля долгосрочных жилищных кредитов с фиксированной ставкой в активах этих организаций достигала 80%. Финансировались активы главным образом привлекаемыми депозитами. S&L жестко регулировались государством, начиная с определения направлений деятельности, включая типы кредитных инструментов, и заканчивая установлением границ ставок по привлекаемым ресурсам. Существенное ускорение инфляции в конце 70-х — начале 80-х годов вынудило Федеральный Резерв резко увеличить учетную ставку. К началу 1981 г. ставка ФРС достигла 20% при инфляции 14,4%. Полу Волкеру, главе ФРС, несмотря на беспрецедентное давление, удалось держать высокую ставку длительное время, и только через три года инфляция опустилась до 4%. Это напрямую отразилось на деятельности ссудо-сберегательных ассоциаций, которая фактически стала убыточной. Регулирующие организации принимали меры по стабилизации ситу-

ации, включая разрешение новых сфер кредитной деятельности и используемых инструментов, снятия ограничений на процентные ставки, однако сильно они не помогли. Меры регуляторов запаздывали и фактически были реакцией на уже реализованные риски.

Кризис прошел несколько этапов, продолжался все 80-е и в начале 90-х годов и привел к банкротству около трети из более трех тысяч ссудо-сберегательных ассоциаций в Соединенных Штатах. По мнению многих экспертов, он стал крупнейшей катастрофой в банковской индустрии со времен Великой депрессии.

Полномасштабная реализация процентного риска в ипотечном кредитовании придала импульс развитию секьюритизации как механизма системного рыночного решения проблемы, органически присущей долгосрочному кредитованию по фиксированной ставке. Уже в 90-х годах, когда возобладала точка зрения, что ипотечные кредиты надо по возможности полностью продавать, оставляя на балансе минимум, выпуск ипотечных ценных бумаг набрал максимальные темпы и объемы.

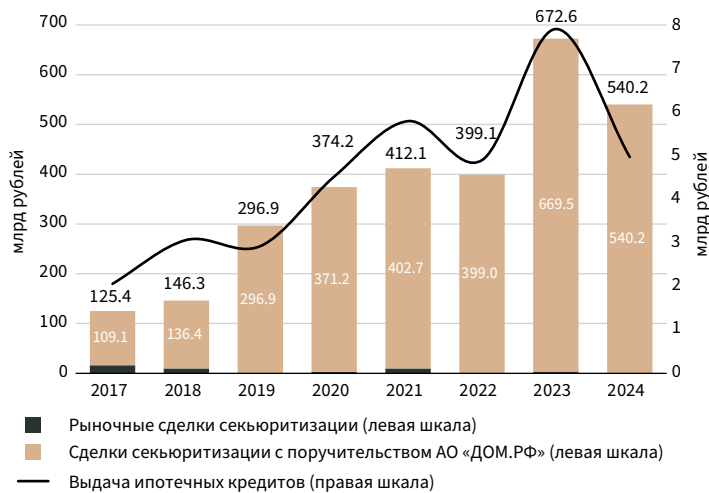
Следует отметить, что после того, как молодая российская ипотечная индустрия впервые столкнулась с уже упоминавшимся всплеском процентного риска, Правительство РФ, понимая остроту проблемы, в принятой в 2010 году Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования предусмотрело увеличение доли ипотечных ценных бумаг в фондировании текущих ипотечных операций до 50% в 2015 году и до 66% к 2030-м. Но и сегодня эта цель всё еще очень далека от достижения.

Доля эмиссии ИЦБ от объема выдачи ипотечных кредитов в последние годы у нас увеличивалась, но остается еще весьма небольшой, составив в 2024 г. 11%. За год было закрыто 8 сделок ипотечной секьюритизации объемом 540 млрд руб., что на 20% меньше, чем годом ранее, но существенно превышает показатель 2022 г. и является вторым результатом в истории российского рынка (Рисунок 1).

Три выпуска разместил Сбербанк, обеспечение бумаг полностью сформировано электронными закладными. Две эмис-

Рисунок 1
Выдача ипотечных кредитов и объем ипотечной секьюритизации в России

Источники:
Банк России, Cbonds.ru, расчет Банка ВТБ (ПАО)



сии ипотечных облигаций реализовал ВТБ, одна из которых обеспечена рыночными кредитами, а вторая — кредитами по льготным программам и имеет плавающую ставку, привязанную к ключевой ставке ЦБ. Два выпуска осуществил Газпромбанк, при этом значительную часть обеспечения бумаг составляют права по договорам долевого участия, то есть кредиты на строящееся жилье. Наконец, секьюритизацию портфеля кредитов по льготным ипотечным программам осуществил Металлинвестбанк (Таблица 1). При этом банки-оригинаторы взяли себе на баланс 99.9% общего объема выпуска, лишь облигации Металлинвестбанка были частично размещены на рынке. В принципе, ситуация, когда

большую часть выпуска банки-оригинаторы берут себе на баланс, не вызывает удивления, в периоды повышенной финансово-экономической неопределенности она достаточно типична, в том числе и для европейского рынка. В последние годы европейские банки-оригинаторы брали себе на баланс порядка 50% облигаций от общего объема выпуска по сделкам секьюритизации.

Состав заинтересованных банков-оригинаторов последние годы не менялся, 99% объема выпуска в 2024 г. пришлось на госбанки, новых оригинаторов, к сожалению, не появилось (Таблица 2). Мы ожидаем расширения состава участников, в том числе за счет возвращения на рынок банков, которые имеют опыт секью-

№	Оригинатор	Эмитент	Организатор	Дата размещения	Объем эмиссии (млн руб.)
1	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк	16.02.2024	45 500
2	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	22.05.2024	59 690
3	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк	26.07.2024	171 017
4	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	23.09.2024	3944
5	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	26.09.2024	29 991
6	Банк ВТБ (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ (ПАО)	30.09.2024	50 019
7	Банк ВТБ (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ (ПАО)	30.09.2024	100 000
8	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк	30.09.2024	80 067
Всего:					540 227

Таблица 1
Эмиссия ипотечных облигаций в 2024 году

Источники:
АО «ДОМ.РФ», Cbonds.ru

№	Оригинатор	Количество выпусков, шт.	Объем эмиссии, млрд руб.	Доля, %
1	ПАО Сбербанк	15	1232.2	41.17%
2	Банк ВТБ (ПАО)	12	1151.2	38.47%
3	Банк ГПБ (АО)	8	295.3	9.87%
4	АО «Банк ДОМ.РФ»	14	158.2	5.29%
5	АО «ДОМ.РФ»	6	60.6	2.02%
6	ПАО АКБ «Металлинвестбанк»	6	27.8	0.93%
7	АКБ «Абсолют Банк» (ПАО)	2	20.1	0.67%
8	ПАО РОСБАНК	3	19.2	0.64%
9	ООО «НФИ»	2	8.2	0.27%
10	АО «Райффайзенбанк»	1	7.6	0.25%
11	ПАО «Совкомбанк»	2	6.8	0.23%
12	АО «Банк БЖФ»	3	5.5	0.18%
Всего:		74	2992.7	

Таблица 2
Структура оригинаторов
ИЦБ ДОМ.РФ
Источник: АО «ДОМ.РФ»

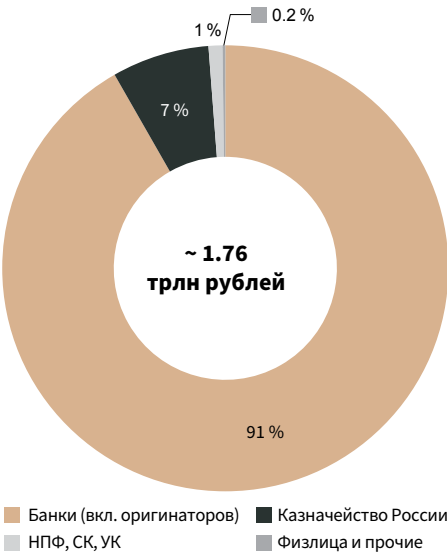
ритизации ипотеки, но в последние годы отошли от практики.

Все сделки прошлого года были организованы в рамках программы ДОМ.РФ, которая с 2016 г. остается главным, а сегодня, по сути, единственным двигателем рынка. Доля облигаций с поручительством ДОМ.РФ в общем объеме корпоративных облигаций, размещенных в 2024 г., составила 10%, а на долю ИЦБ в обращении корпоративных облигаций в конце года приходилось 6%. Ипотечные облигации ДОМ.РФ являются, по сути, квазигосударственными бумагами, по ряду своих регуляторных характеристик близкими к ОФЗ, и отличаются высокой степенью надежности. Однако их инвестиционная привлекательность зависит от параметров инструмента, которые в решающей степени основаны на характеристиках тех ипотечных кредитов, которые лежат в обеспечении облигаций. Хотя доля льготных кредитов в последнее время растет, большая часть сделок секьюритизации обеспечена рыночными кредитами по фиксированной ставке. Средняя доходность этих кредитов ниже текущих рыночных ставок облигационного рынка, и продавать ценные бумаги, обеспеченные этими кредитами, можно только с дисконтом, что обычно неинтересно для банка-оригинатора и не всегда привлекательно для инвестора, хотя зависит от величины дисконта. Поэтому не удивительно, что львиную долю бумаг

банки-оригинаторы удерживают у себя на балансе (Рисунок 2). Практически происходит замена закладных на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ, что дает банкам ощутимые выгоды.

Принимая ипотечные облигации себе на баланс, банки получают эффективный инструмент привлечения краткосрочной ликвидности через операции РЕПО, объ-

Рисунок 2
Структура инвесторов ИЦБ ДОМ.РФ
Источник: АО «ДОМ.РФ»



ем которых достиг в 2024 г. рекордного уровня в 17.5 трлн руб. Более 85% сделок пришлось на операции РЕПО с Казначейством России, существенно вырос объем операций с Центральным контрагентом. Возможность привлечения средств через РЕПО стала для банков одним из главных стимулов к организации сделок по секьюритизации ипотеки.

Ситуация напоминает европейскую во время и после кризиса 2008 года. В отсутствие инвестиционного спроса центральную роль в обеспечении фондирования ипотеки через MBS взяли на себя центральные банки и, прежде всего, ЕЦБ, представляя ресурсы через операции РЕПО. Именно в расчете на средства ЕЦБ европейские банки выпускали обеспеченные облигации. По словам участников рынка, тогда на смену классической модели секьюритизации «originate to distribute» пришла модель «originate to repo». Подобная модель преобладает сегодня и у нас, и вряд ли мы увидим ее смену в текущем году.

Принимая ипотечные бумаги с поручительством ДОМ.РФ себе на баланс, банки-оригинаторы получают еще ряд преимуществ, включая снижение нагрузки на капитал, учитывая, что RWA по бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%; учет системно значимыми банками ИЦБ в качестве высоколиквидных активов ВЛА-2А; налоговую выгоду. Но при этом секьюритизация не выполняет ключевые функции инструмента управления процентным риском и привлечения долгосрочного фондирования.

Для полноценной реализации всех преимуществ секьюритизации основным

условием является возможность продажи бумаг в рынок, наличие инвесторской базы. В текущих условиях рыночную перспективу имеют ипотечные бумаги, обеспеченные льготными кредитами.

Доходность подобных бумаг, связанная к КС Банка России, может быть привлекательна для инвесторов в текущих рыночных условиях. В прошлом году 30% общего объема выпусков ИЦБ ДОМ.РФ было обеспечено ипотекой с господдержкой, но только два выпуска были структурированы с плавающим купоном «КС+» — сделки ВТБ и Металлинвестбанка. Необходимость поддержки строительной отрасли делает вероятным расширение программы «семейной ипотеки», что усилит преобладание льготных кредитов в новой выдаче, а их доля в общем портфеле продолжит расти. Это может стимулировать рост эмиссии ИЦБ с переменным купоном, который имеет рыночную перспективу.

В текущем году все ожидают дальнейшего сокращения выдачи и, соответственно, замедления роста портфеля. По мнению экспертов, ипотечное кредитование может снизиться еще на 20%. Уменьшится, по-видимому, и объем сделок секьюритизации, хотя год начался достаточно оптимистично: уже в конце января Сбер закрыл две сделки на 65.5 млрд руб., начали работу по организации выпусков другие банки, включая те, которые давно этим бизнесом не занимались. Это дает надежду, что падение не будет существенным. Но в целом серьезная смена тренда на рынке возможна будет после смены вектора ДКП.



Руслан ЗУЕВ,
руководитель направления
подразделения «Секьюритизация»,
АО «ДОМ.РФ»

Секьюритизация на платформе ДОМ.РФ — как это делается?

Механизм секьюритизации на платформе ДОМ.РФ был запущен в 2016 году. Он предполагает выпуск стандартизированных облигаций с ипотечным покрытием, обеспеченных поручительством ДОМ.РФ. Для обозначения этого класса ипотечных облигаций используется емкий и звучный термин — ИЦБ ДОМ.РФ. На начало 2025 года размещено 74 выпуска ИЦБ ДОМ.РФ почти на 3 трлн руб., а доля ИЦБ ДОМ.РФ на рынке ипотечных ценных бумаг России достигла 99%, что дает право считать их стандартом ипотечной секьюритизации в России.

Почти все крупнейшие ипотечные кредиторы смогли воспользоваться данным механизмом, оценили его преимущества и теперь проводят сделки на регулярной основе. С чего начать и что нужно учесть банку, рассматривающему возможность использования данного механизма?

Механизм секьюритизации на платформе ДОМ.РФ и его продукт — ИЦБ ДОМ.РФ — неоднократно описывались в различных публикациях. Приведем его ключевые условия, необходимые для понимания порядка подготовки сделки, описываемого далее.

Начнем с самих облигаций ИЦБ ДОМ.РФ. Это простые, стандартизированные облигации с ипотечным покрытием, выпускаемые в соответствии с законом об ИЦБ, имеющие следующие общие для всех выпусков условия:

- единый эмитент (ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»);
- отсутствие траншей — одно ипотечное покрытие обеспечивает один выпуск облигаций (первоначальный номинал выпуска равен остатку основного долга по закладным в соответствии с данными реестра ипотечного покрытия на дату подписания решения о выпуске облигаций);

- сквозная структура амортизации номинальной стоимости облигаций — частичное погашение осуществляется в каждую купонную выплату в размере суммы денежных средств, полученных за расчетный период в счет погашения основного долга по кредитам в ипотечном покрытии (плановое, внеплановое частичное и полное досрочное погашение) и от продажи ипотечным агентом закладных из ипотечного покрытия в части основного долга по ним;
- поручительство АО «ДОМ.РФ» по выплате купонного дохода и погашении номинальной стоимости (ее части), в том числе по требованию о досрочном погашении облигаций;

- обязательство АО «ДОМ.РФ» по купу дефолтных закладных из ипотечного покрытия в течение всего срока обращения облигаций;
 - единая торговая площадка — все выпуски обращаются на Московской Бирже.
- ИЦБ ДОМ.РФ могут выпускаться с тремя типами купона: фиксированным, переменным и плавающим. Описание каждого типа купона и условий для его установления приведено в Таблице 1.
- Выпуски ИЦБ ДОМ.РФ имеют стандартный перечень оснований для досрочного погашения по требованию владельцев облигаций (в их числе ликвидация или банкротство эмитента, нарушение требований закона об ИЦБ, просрочка

Таблица 1. Типы купонов ИЦБ ДОМ.РФ

Источник: составлено автором

Тип купона	Фиксированный	Переменный	Плавающий
Описание купона	Купон, ставка которого определяется в процентах годовых к непогашенному номиналу облигаций и фиксируется на весь срок обращения облигаций	Купон, размер которого рассчитывается для каждой купонной выплаты как разница между: • процентными поступлениями по кредитам в ипотечном покрытии (включая покупную цену от продажи ипотечным агентом закладных из ипотечного покрытия в части процентов по ним и субсидии по госпрограммам), полученными за расчетный период; • расходами эмитента по выпуску за этот же период	Купон, ставка которого определяется в процентах годовых к непогашенному номиналу облигаций для каждой купонной выплаты как сумма следующих величин: • ключевой ставки Банка России на начало расчетного периода для такой купонной выплаты; • надбавки, зафиксированной на весь срок обращения облигаций
Порядок определения ставки купона	Максимальная ставка, которая может быть обеспечена кредитами в ипотечном покрытии, определяется ДОМ.РФ по результатам моделирования. Фактическая ставка по выпуску устанавливается по согласованию с эмитентом в размере, не превышающем максимальную ставку	Ставка купона не устанавливается	Максимальная надбавка, которая может быть обеспечена кредитами в ипотечном покрытии с учетом ожидаемых субсидий по госпрограммам, к ключевой ставке определяется ДОМ.РФ по результатам моделирования. Фактическая надбавка по выпуску устанавливается по согласованию с эмитентом в размере, не превышающем максимальную надбавку
Периодичность купонных выплат	Ежемесячные или ежеквартальные	Ежемесячные или ежеквартальные	Только ежемесячные
Допустимый состав ипотечного покрытия	Однородное — только кредиты с фиксированной ставкой (в т. ч. условно-изменяемой), выданные по собственным программам кредиторов (не госпрограммы)	Рекомендуется однородное, но может быть смешанным: • кредиты с фиксированной ставкой (в т. ч. условно-изменяемой), выданные по собственным программам кредиторов (не госпрограммы); • кредиты, выданные по госпрограммам, по которым кредитору возмещается недополученный доход, исходя из размера ключевой ставки Банка России	Однородное — только кредиты, выданные по госпрограммам, по которым кредитору возмещается недополученный доход, исходя из размера ключевой ставки Банка России. В ипотечное покрытие одного выпуска могут включаться кредиты по разным видам госпрограмм.

Таблица 2. Основные параметры кредитов, которые могут быть включены в покрытие ИЦБ ДОМ.РФ

Источник: составлено автором

Кредитные продукты • рыночные продукты (собственные продукты кредиторов); • госпрограммы с субсидируемой процентной ставкой; • «комбо-ипотека» (комбинирование госпрограмм с рыночными продуктами кредиторов)	Цели кредитования • покупка готовой недвижимости; • покупка строящейся недвижимости; • рефинансирование (перекредитование); • кредиты под залог имеющейся недвижимости
Опции кредитования • кредиты без подтверждения дохода; • покупка + ремонт (неотделимые улучшения); • покупка последней комнаты/доли в квартире; • второе и последующее рефинансирование; • увеличение суммы кредита при рефинансировании (до 30 % от погашаемого остатка основного долга); • рефинансирование кредитов, выданных на покупку жилья и иные потреб. цели	Процентные ставки • фиксированные (не меняются в течение срока кредита); • условно-изменяемые (могут изменяться в течение срока кредита на фиксированную величину в зависимости от условий кредитного договора); • переменные (привязаны к рыночным индикаторам)
Предмет ипотеки • квартира; • апартаменты; • дом блокированной застройки; • права требования по договору участия в долевом строительстве	Порядок погашения • аннуитетные платежи; • дифференцированные платежи

выплат по облигациям более 10 рабочих дней, нахождение в ипотечном покрытии более чем 90 дней подряд закладной с просрочкой платежей свыше 90 дней) и стандартный перечень оснований для досрочного погашения по усмотрению эмитента (в их числе снижение непогашенного номинала облигаций ниже определенного уровня от первоначального объема, исполнение поручителем обязательств за эмитента, наступление основания для досрочного погашения по требованию владельцев облигаций, реализация ипотечного покрытия после обращения на него взыскания), который для отдельных выпусков может быть дополнен иными основаниями по согласованию с оригинатором.

При выпусках с фиксированным или плавающим купоном риск недостаточности процентных поступлений по закладным¹, составляющим ипотечное покрытие, для выплаты купона по облигациям хеджируется процент-

ным свопом (своп-договором на процентные ставки), заключаемым между ипотечным агентом и ДОМ.РФ. При этом между ДОМ.РФ и оригинатором может быть заключен хеджирующий процентный бэк-своп, посредством которого указанный риск недостаточности процентных поступлений переносится с ДОМ.РФ на оригинатора.

В ипотечное покрытие ИЦБ ДОМ.РФ могут быть включены кредиты, выданные на улучшение жилищных условий граждан, обеспеченные ипотекой или залогом прав требования по договору участия в долевом строительстве. Всё многообразие ипотечных кредитов и условий кредитования, которые могут быть секьюритизированы, приведено в Таблице 2.

Рекомендуемые параметры кредитов, которые могут быть включены в ипотечное покрытие ИЦБ ДОМ.РФ, публичны и доступны на сайте ицб.дом.рф, что дает возможность банкам устанавливать параметры ипотечных продуктов для их последующей секьюритизации и прогнозировать объемы закладных, пригодных для секьюритизации.

Обязательным условием для включения кредита в ипотечное покрытие ИЦБ ДОМ.РФ является наличие закладной, права на которую учитываются в депозитарии, при этом могут использоваться как документальные закладные, так и электронные закладные в любом соот-

¹ Риск связан с волатильностью средневзвешенной процентной ставки по пулу кредитов в ипотечном покрытии (такая ставка со временем меняется из-за наличия в пуле кредитов с разными процентными ставками и сроками кредитования, досрочных погашений кредитов и продаж ипотечным агентом закладных из ипотечного покрытия), а также неравномерностью поступлений по закладным.

ношении. Секьюритизация электронных закладных позволяет сократить как сроки подготовки сделки, так и затраты originатора на подготовку сделки. ДОМ.РФ оказывает методологическую поддержку originаторам по переходу на электронные закладные.

Выпуск ИЦБ ДОМ.РФ может быть осуществлен в рамках концепции «зеленых» облигаций (покрытие формируется из кредитов, соответствующих «зеленым» критериям: покупка жилья в «зеленых» или энергоэффективных домах) или концепции социальных облигаций (покрытие формируется из кредитов, соответствующих социальным критериям: кредиты выданы целевым социальным группам и пр.). Также возможен выпуск ИЦБ ДОМ.РФ, отвечающих принципам и критериям устойчивого развития с «зеленым» и социальным ипотечным покрытием.

Ключевая идея самого механизма секьюритизации на платформе ДОМ.РФ — простота и быстрота преобразования низколиквидных ипотечных кредитов в ИЦБ ДОМ.РФ за счет готовой инфраструктуры. Во всех сделках используется классический механизм с передачей прав на закладные специальному юридическому лицу — ипотечному агенту, который выступает эмитентом облигаций с ипотечным покрытием. Ипотечным агентом по всем выпускам ИЦБ ДОМ.РФ на данный момент выступает ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», устав которого позволяет разместить 1000 выпусков облигаций.

ДОМ.РФ обеспечивает деятельность ипотечного агента (управляющая и бухгалтерская организации ипотечного агента), оказывает услуги расчетного агента (расчет выплат по облигациям) и резервного сервисного агента (обслуживание закладных ипотечного агента в случае прекращения оказания этих услуг сервисным агентом). Для выпусков ИЦБ ДОМ.РФ не требуется привлекать юридического и налогового консультантов, организатора сделки. Резервных участников, кроме резервного сервисного агента, привлекать также не требуется.

ДОМ.РФ выкупает все дефолтные закладные из ипотечного покрытия облигаций в течение всего срока обращения

облигаций. События дефолта для всех выпусков единые: просрочка по ипотечному кредиту свыше 90 дней, утрата предмета ипотеки, признание кредитного обязательства недействительным или прекращенным, признание заемщика банкротом.

Originатор принимает обязательство по выкупу следующих закладных:

- закладных, которые не соответствуют установленным в договорной документации требованиям к закладной: требованиям к параметрам ипотечного кредита (размер, срок, цель использования, валюта, обеспечение и пр.), требованиям к заемщику (возраст, гражданство, дееспособность и пр.) и его платежеспособности (соотношение кредитных обязательств заемщика и его доходов), требованиям к кредитной истории заемщика, требованиям к предмету ипотеки (вид предмета ипотеки, оценка, страхование и пр.) и иным требованиям. Такие требования формируются на основании рекомендуемых параметров кредитов ДОМ.РФ;

- закладных, по которым originатором была предоставлена недостоверная информация, которая использовалась ДОМ.РФ для моделирования денежных потоков и оценки стоимости поручительства ДОМ.РФ по выпуску (~20 полей, среди которых сумма кредита, остаток долга, дата выдачи кредита, процентная ставка, рыночная стоимость предмета ипотеки и пр.).

Обслуживание закладных ипотечного агента осуществляет сервисный агент, в качестве которого выступает originатор. Обслуживание дефолтных закладных, выкупленных ДОМ.РФ у ипотечного агента, а также сопровождение процедур взыскания по таким закладным осуществляет специальный сервисный агент, которым может выступать originатор.

Для выпусков ИЦБ ДОМ.РФ используется стандартная договорная и эмиссионная документация, которая может дорабатываться под отдельный выпуск с учетом особенностей деятельности originатора, при этом для последующих сделок с таким originатором такая документация может использоваться как типовая.

Каждый выпуск ИЦБ ДОМ.РФ обеспечен залогом одного обособленного ипотечного покрытия, контроль за порядком которым осуществляет спецдепозитарий. В отношении каждого выпуска ИЦБ ДОМ.РФ ведется раздельный учет средств, относящихся к отдельным ипотечным покрытиям.

Спецдепозитарий для выпуска ИЦБ ДОМ.РФ выбирает оригинатор, при этом если у такого спецдепозитария нет опыта оказания услуг по выпускам ИЦБ ДОМ.РФ, он может быть выбран только после его проверки ДОМ.РФ. В настоящее время опыт оказания услуг спецдепозитария по выпускам ИЦБ ДОМ.РФ имеют Рыночный спецдепозитарий (РСД), ДК Регион, ВТБ Специализированный депозитарий, спецдепозитарий Банка ГПБ.

С 2020 года выпуски ИЦБ ДОМ.РФ осуществляются в рамках программы биржевых облигаций, позволяющей разместить выпуски на 7 трлн руб. Регистрацию таких выпусков осуществляет Московская Биржа за 7 рабочих дней, а при условии предварительного рассмотрения решения о выпуске — за 3 рабочих дня. Взаимодействие с Московской Биржей осуществляется в электронном виде, что значительно упрощает и ускоряет процесс эмиссии ИЦБ ДОМ.РФ.

ДОМ.РФ обеспечивает процессы, связанные с подготовкой эмиссионных документов, взаимодействии с биржей и НРД на этапах регистрации и размещения ИЦБ ДОМ.РФ, а также в процессе их обращения, раскрытие информации в соответствии с законодательством Российской Федерации. ДОМ.РФ также может оказывать услуги по поиску инвесторов при размещении ИЦБ ДОМ.РФ на рынке и услуги маркет-мейкера для выпусков (поддержание ликвидности инструмента).

КАКИЕ ВИДЫ СДЕЛОК ВОЗМОЖНЫ НА ПЛАТФОРМЕ ДОМ.РФ

Секьюритизация на платформе ДОМ.РФ позволяет удовлетворить потребности различных банков (оригинаторов), а также реализовывать сделки в различных рыночных условиях.

Оригинатор может заменить закладные на ИЦБ ДОМ.РФ и использовать

преимущества секьюритизации, купив ИЦБ ДОМ.РФ при размещении на свой баланс (привлечение финансирования через механизм РЕПО, снижение нагрузки на капитал и увеличение доходности ипотечного бизнеса, улучшение показателей ликвидности) и имея возможность при наличии благоприятных условий реализовать облигации рыночным инвесторам. ИЦБ ДОМ.РФ также могут быть реализованы рыночным инвесторам при размещении.

ЭТАПЫ СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Этапы сделки секьюритизации, а также действия оригинатора и ДОМ.РФ на каждом из этапов представлены в Таблице 3.

Рассмотрим более подробно этап подготовки оригинатора к сделке, вызывающий у потенциальных оригинаторов больше всего вопросов. Объем задач, требующих решения на этапе подготовки сделки секьюритизации, может варьироваться от банка к банку, зависит от множества условий, в том числе от наличия у банка опыта секьюритизации, продажи и обслуживания пулов закладных. Предварительная оценка стоимости необходимых доработок проходит на этапе оценки экономической целесообразности сделки, при этом стоит отметить, что при оценке экономики сделки не совсем корректно относить расходы на создание необходимой инфраструктуры для регулярных сделок только на дебютную сделку.

Итак, что же нужно банку для успешного проведения сделки?

Ипотечные активы. Обеспечить наличие ипотечных кредитов, удостоверяемых закладными, соответствующих согласованным с ДОМ.РФ параметрам, в объеме не менее рекомендуемого ДОМ.РФ пула для сделки — 3 млрд руб. Сделки меньшего объема возможны, но при этом значительно возрастает влияние фиксированных расходов (расходов, размер которых не зависит от объема сделки) и снижается потенциальная ликвидность выпуска, что ухудшает финансовый результат от сделки для оригинатора.

Данные для сделки. Обеспечить наличие в информационных системах originатора данных, необходимых для секьюритизации. Перечень необходимых данных и их подробное описание содержатся в Стандарте обмена данными, который доступен на сайте ицб.дом.рф.

Документы для сделки. При секьюритизации originатору требуется предоставлять различным получателям документы кредитного досье по закладным — как их копии (сканы), так и оригиналы (электронные документы). Необходимо обеспечить наличие сканов документов (электронных файлов), организовать процесс предоставления

сканов документов кредитного досье, а также выстроить логику передачи оригиналов документов:

- спецдепозитарию — при постановке документарных закладных на депозитарный учет, при включении в ипотечное покрытие;
- ипотечному агенту и ДОМ.РФ: на этапе выборочной проверки пула; при проверке закладных на соответствие требованиям, установленным в договорной документации по сделке; при передаче закладных на резервный сервис; при отказе originатора от оказания услуг спецсервиса; по запросам аудиторов ипотечного агента и ДОМ.РФ.

Таблица 3. Этапы сделки секьюритизации

Источник: составлено автором

	1. Формирование пула и его оценка	2. Подготовка originатора к сделке	3. Проверка originатора
Краткое описание этапа	Отбор закладных для сделки, оценка стоимости поручительства ДОМ.РФ и согласование ее с originатором	Аудит originатором данных и процессов, необходимых для реализации сделки, организация процессов для сделки	Оценка ДОМ.РФ возможности проведения сделки секьюритизации с originатором, оказания им услуг сервисного агента
Участники	Originатор, ДОМ.РФ	Originатор, ДОМ.РФ	Originатор, ДОМ.РФ
Продолжительность этапа	Сроки расчета ДОМ.РФ: ~3–4 раб. дня после предоставления originатором необходимой ДОМ.РФ информации	Зависит от наличия у originатора опыта секьюритизации и сроков организации процессов, необходимых для реализации сделки	Сроки проверки ДОМ.РФ: ~1 мес. после предоставления originатором необходимой информации
Ограничивающие сроки	—	—	Должна быть завершена до корп. одобрения сделки ДОМ.РФ
Действия originатора	• Формирует пул закладных для сделки по параметрам ДОМ.РФ; • предоставляет ДОМ.РФ данные по закладным для оценки индикативной стоимости поручительства ДОМ.РФ для выпуска (~20 полей); • согласовывает индикативную стоимость поручительства ДОМ.РФ для выпуска; • принимает предварительное решение о проведении сделки	• Выбирает СД для сделки; • проводит внутренний аудит данных и процессов originатора, необходимых для реализации сделки; • организует процессы проведения сделок купли-продажи закладных, обслуживания закладных, предоставления отчетности, передачи данных в БКИ и пр.	Предоставляет ДОМ.РФ документы и информацию для проверки
Действия ДОМ.РФ	• Консультирует originатора по отбору закладных для сделки по параметрам ДОМ.РФ; • консультирует originатора по предоставлению данных по закладным для расчета; • оценивает индикативную стоимость поручительства ДОМ.РФ для выпуска	Консультирует originатора по всем вопросам подготовки сделки, требованиям ДОМ.РФ, условиям договоров и пр.	• Анализирует предоставленные originатором документы и информацию; • принимает решение о возможности проведения сделки секьюритизации с originатором
Результат этапа	Сторонами согласована индикативная стоимость поручительства ДОМ.РФ для выпуска. Originатором принято предварительное решение о проведении сделки	Originатор готов к продаже закладных и их дальнейшему обслуживанию, налажены все необходимые внутренние процессы для проведения сделки	Проверка originатора завершена, не выявлены негативные факторы и ограничения, не позволяющие реализовать сделку

	4. Выборочная проверка закладных	5. Согласование договорной документации	6. Корпоративное одобрение сделки
Краткое описание этапа	Оценка ДОМ.РФ кредитного риска по закладным и качества (достоверности) данных по ипотечным кредитам	Согласование договорной и эмиссионной документации, заключаемой по сделке	Получение корпоративных одобрений, необходимых для реализации сделки
Участники	Оригинатор, ДОМ.РФ	Оригинатор, ДОМ.РФ	Оригинатор, ДОМ.РФ
Продолжительность этапа	Сроки проверки ДОМ.РФ: ~2–3 недели после предоставления оригинатором необходимой ДОМ.РФ информации	Зависит от сроков согласования документации оригинатором и необходимости изменения стандартной документации	Срок одобрения ДОМ.РФ ~2 недели
Ограничивающие сроки	Должна быть завершена до корп. одобрения сделки ДОМ.РФ	Должно быть завершено до корп. одобрения сделки ДОМ.РФ	—
Действия оригинатора	- Согласовывает и заключает договор на проверку пула (стороны ДОМ.РФ, ИА, оригинатор); - предоставляет ДОМ.РФ файл с информацией по закладным (LLD — Loan Level Data) и документы кредитного досье по выборке, согласия субъектов кредитной истории; - исключает из пула для сделки закладные по результатам проверки ДОМ.РФ	Согласовывает договорную и эмиссионную документацию для сделки	Получает одобрение сделки в соответствии с внутренними процедурами
Действия ДОМ.РФ	- Согласовывает и заключает договор на проверку пула; - формирует выборку кредитов из пула для сделки; - оценивает кредитный риск по закладным и качество (достоверность) данных по кредитам; - формирует список кредитов, подлежащих исключению из пула	- Формирует договорную и эмиссионную документацию для сделки на основе стандартной документации; - рассматривает возможность изменения стандартной документации по обоснованному запросу оригинатора	Получает одобрение сделки в соответствии с внутренними процедурами
Результат этапа	Выборочная проверка завершена, закладным и данным по ним присвоен приемлемый класс качества	Согласована договорная и эмиссионная документация	ДОМ.РФ и оригинатором получены корпоративные одобрения сделки
	7. Подготовка к включению закладных в покрытие	8. Включение закладных в ипотечное покрытие	9. Подписание решения о выпуске и передача его на регистрацию
Краткое описание этапа	Заключение договоров и выполнение действий, необходимых для включения закладных в ипотечное покрытие	Включение закладных в ипотечное покрытие облигаций, получение реестра ипотечного покрытия	Подготовка и подписание решения о выпуске облигаций, передача его на биржу для регистрации
Участники	Оригинатор, ДОМ.РФ, ИА, СД, страховщик	Оригинатор, ДОМ.РФ, ИА, СД	ДОМ.РФ, ИА, СД
Продолжительность этапа	Зависит от сроков проверки СД документарных закладных и сроков передачи оригинатором таких закладных на учет в СД	1 рабочий день	1 рабочий день
Ограничивающие сроки	—	—	—
Действия оригинатора	- Заключает договоры с СД (депозитарный и спецдепозитарный); - открывает счета депо в СД; - передает документарные закладные на учет в СД; - обеспечивает страхование предметов ипотеки, не застрахованных заемщиками (портфельное страхование)	- Формирует финальный пул закладных по итогам проверки закладных СД и проверки их на соответствие требованиям, установленным договором купли-продажи закладных; - подготавливает распоряжение на включение закладных в ипотечное покрытие, подписывает его со стороны оригинатора и передает в СД	—

Действия ДОМ.РФ (ИА)	• ИА заключает спецдепозитарный договор с СД; • ИА заключает договор купли-продажи закладных с оригинатором; • ИА открывает счет депо ИА в СД	• ИА подписывает распоряжение на включение закладных в ипотечное покрытие и передает в СД; • получает реестр ипотечного покрытия, фиксирует размер выпуска облигаций (совокупная номинальная стоимость); • рассчитывает показатели по ипотечному покрытию для решения о выпуске облигаций	• ИА открывает банковские счета для сделки (в т. ч. залоговый счет); • ДОМ.РФ формирует решение о выпуске облигаций с показателями по ипотечному покрытию; • подписывает решение о выпуске облигаций (ИА, СД и ДОМ.РФ как поручитель); • ИА заключает договор поручительства с ДОМ.РФ; • ИА передает решение о выпуске облигаций на биржу для регистрации
Результат этапа	Заключен договор купли-продажи закладных, договор с СД, открыт счет депо, закладные приняты СД на учет	Закладные включены в ипотечное покрытие, получен реестр ипотечного покрытия	Решение о выпуске облигаций подписано и передано на биржу для регистрации
10. Регистрация выпуска облигаций		11. Продажа пула закладных	12. Размещение облигаций
Краткое описание этапа	Рассмотрение биржей решения о выпуске облигаций и регистрация выпуска облигаций	Переход прав на закладные от оригинатора к ИА, подписание акта приема-передачи закладных	Размещение облигаций и оплата покупной цены закладных
Участники	ДОМ.РФ, ИА, биржа	Оригинатор, ДОМ.РФ, ИА, СД	Оригинатор, ДОМ.РФ, ИА, брокер, биржа
Продолжи- тельность этапа	3 раб. дня (при условии предварительного рассмотрения), 7 раб. дней (без предварительного рассмотрения)	1 рабочий день	1 рабочий день
Ограничива- ющие сроки	—	Не позднее 1 рабочего дня до даты размещения	—
Действия оригинатора	—	• Отражает в учете оригинатора продажу закладных и рассчитывает покупную цену закладных; • подготавливает и передает в СД поручение на продажу закладных; • подготавливает и подписывает акт приема-передачи закладных	• Выставляет заявку на покупку облигаций (при покупке облигаций оригинатором); • если оригинатор выступает брокером для сделки — принимает и удовлетворяет заявки на покупку облигаций, переводит ИА денежные средства от размещения облигаций
Действия ДОМ.РФ (ИА)	• В случае получения замечаний от биржи — устраняет их; • раскрывает информацию о регистрации выпуска облигаций	• Передает в СД встречное поручение на покупку закладных; • подписывает акт приема-передачи закладных	• Взаимодействует с биржей и НРД для размещения облигаций; • направляет полученные от размещения облигаций денежные средства на оплату покупной цены закладных; • раскрывает информацию на этапах размещения облигаций
Результат этапа	Выпуск облигаций зарегистрирован биржей и допущен к организованным торгам	Права на закладные переданы от оригинатора ИА	Облигации размещены, покупная цена закладных оплачена (частично оплачена)

Используемые обозначения: **СД** — спецдепозитарий; **ИА** — ипотечный агент; **НРД** — национальный расчетный депозитарий.

Особое внимание стоит обратить на необходимость предоставления согласий субъектов кредитной истории, полученных первоначальным кредитором до предоставления ипотечного кредита и действующих в течение всего срока действия кредитного договора. Такие согласия требуются ДОМ.РФ для запроса кредитной истории в БКИ при выборочной проверке закладных до их приобретения ипотечным агентом для оценки кредитного риска по закладным¹, а также после размещения ИЦБ ДОМ.РФ при проверке закладных на соответствие требованиям к закладным. При подписании таких согласий электронной подписью также потребуется соглашение с заемщиком, предусматривающее возможность использования электронной подписи для подписания согласий. Запрос кредитной истории возможен только при наличии согласий, содержащих все необходимые реквизиты, предусмотренные законом. Оригинатору рекомендуется провести оценку корректности получаемых им согласий.

Инфраструктура выпуска. Выбрать участников инфраструктуры для сделки, договоры с которыми заключаются оригинатором: спецдепозитарий, страховщик для портфельного страхования (для обеспечения страхования предметов ипотеки от риска утраты и повреждения, не застрахованных заемщиками на момент включения в ипотечное покрытие), и при необходимости провести процедуры закупки таких услуг оригинатором. Выбрать и согласовать с ДОМ.РФ банк, в котором ипотечным агентом и ДОМ.РФ будут открыты расчетные счета для сделки (в том числе залоговый счет), брокера для размещения облигаций.

¹ Возможность проверки кредитной истории по секьюритизируемым закладным до их приобретения ипотечным агентом была предоставлена ДОМ.РФ в 2023 году с принятием Федерального закона от 24.07.2023 №352-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О кредитных историях». Для такой проверки между оригинатором, ипотечным агентом и ДОМ.РФ заключается трехсторонний договор на проверку пула, в котором указывается перечень проверяемых закладных.

ОТБОР ЗАКЛАДНЫХ ДЛЯ СДЕЛКИ И ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПОРУЧИТЕЛЬСТВА

Отбор закладных для сделки. Организовать/настроить процесс отбора закладных для сделки, исходя из рекомендуемых параметров кредитов ДОМ.РФ и целесообразности секьюритизации отдельных кредитов для оригинатора. Для оригинаторов доступен сервис проверки пула на соответствие таким рекомендуемым параметрам на Цифровой платформе ИЦБ². Для такой проверки оригинатору необходимо загрузить обезличенные данные о кредитах на платформу, которая проверит основные параметры каждого кредита (сумма кредита, срок кредита, соотношения кредит/зalog и пр.) и выдаст подробный отчет о несоответствиях. При такой проверке кредитная история и иная информация из внешних источников не проверяется.

Формирование файла LLD (Loan Level Data). Обеспечить формирование файла LLD — электронного файла, содержащего данные об ипотечных кредитах оригинатора, планируемых к секьюритизации. Такой файл используется как для оценки стоимости поручительства ДОМ.РФ, так и для выборочной проверки закладных. Для получения индикативной оценки стоимости поручительства ДОМ.РФ оригинатор может использовать файл, содержащий сокращенный набор полей — LLD CORE (~20 полей). Файлы LLD и LLD CORE доступны на сайте ицб.дом.рф.

ПОДГОТОВКА К ВКЛЮЧЕНИЮ В ИПОТЕЧНОЕ ПОКРЫТИЕ, ПРОДАЖА ПУЛА

Передача документарных закладных в депозитарий. Организовать/настроить процесс постановки документарных закладных для учета в депозитарий: закладные изымаются из мест хранения оригинатора, на каждой закладной проставляется депозитарная отметка и оригиналы таких закладных передаются в депозитарий. При планировании процесса необходи-

² Программный комплекс ДОМ.РФ, предназначенный для автоматизации процессов выпуска и обслуживания ИЦБ ДОМ.РФ.

мо учитывать логику перемещения закладных из мест их хранения у originатора в места их хранения в выбранном originатором депозитарии. Закладные до их передачи в депозитарий должны быть проверены депозитарием на соответствие требованиям законодательства РФ.

Портфельное страхование. Обеспечить страхование предметов ипотеки от риска утраты и повреждения, не застрахованных заемщиками на дату включения в ипотечное покрытие, по договору портфельного страхования, заключенному originатором (при необходимости проведения процедур закупки таких услуг originатором); передачу информации о таком страховании спецдепозитарию.

Проверка закладных на соответствие требованиям. Организовать/настроить процесс проверки закладных перед их включением в ипотечное покрытие на соответствие требованиям, актуальность которых устанавливается на дату включения в ипотечное покрытие: отсутствие текущей просрочки по ипотечному кредиту, негативной кредитной истории, негативных статусов ФССП, реструктуризации и предоставленных льготных периодов и пр.

Продажа закладных ипотечному агенту. Организовать/настроить процесс продажи originатором пула закладных ипотечному агенту: отражение в учете originатора всех операций, связанных с продажей закладных (списание всех задолженностей по кредиту и обеспечения по кредиту; списание резервов на возможные потери; закрытие ссудных счетов; иные операции, предусмотренные правилами учета originатора), а также формирования документов для оформления сделки (реестра закладных для указания в договоре купли-продажи закладных; акта приема-передачи закладных с ценовыми параметрами по каждой закладной; поручений в депозитарий на передачу прав на закладные).

Информирование о переходе прав на закладные. Организовать/настроить процесс уведомления заемщиков, залогодателей, поручителей, страховщиков при продаже закладных ипотечному агенту: originатор уведомляет о переходе прав, если такая обязанность предусмотрена законом или кредитным договором.

Резерв по дебиторской задолженности по оплате закладных и норматив Н6. В связи с отсрочкой оплаты покупной цены закладных у originатора возникнет дебиторская задолженность к ипотечному агенту по оплате такой цены, которая включается в расчет норматива максимального риска на заемщика Н6 в соответствии с Инструкцией Банка России №199-И. Такая отсрочка может составлять от нескольких дней (при продаже пула непосредственно перед размещением облигаций и достаточности денежных средств от размещения для оплаты всей покупной цены закладных) до нескольких месяцев (при продаже пула до включения закладных в ипотечное покрытие или недостаточности денежных средств от размещения облигаций для оплаты всей покупной цены закладных). Originатору необходимо организовать/настроить процессы формирования резервов на возможные потери по такой дебиторской задолженности, а также оценить соблюдение банком норматива Н6 при возникновении такой задолженности.

Учет облигаций и процентного бэк-свопа. Организовать/настроить процессы учета ИЦБ ДОМ.РФ (если осуществляется сделка с условием их приобретения originатором при размещении) и учета процентного свопа (если риск недостатка процентных поступлений передан originатору посредством заключения процентного бэк-свопа).

ПОДГОТОВКА К ПРИНЯТИЮ ЗАКЛАДНЫХ НА СОПРОВОЖДЕНИЕ И СОПРОВОЖДЕНИЕ

Каналы для взаимодействия. Организовать/настроить каналы для передачи информации и документов при взаимодействии с ДОМ.РФ, ипотечным агентом, спецдепозитарием и иными участниками сделки. Основным каналом для взаимодействия с ипотечным агентом и ДОМ.РФ выступает Цифровая платформа ИЦБ, для взаимодействия со спецдепозитарием используется СЭД¹ такого спецдепозитария.

¹ Система электронного документооборота, используемая спецдепозитарием для взаимодействия с эмитентом и сервисным агентом.

Внебалансовый учет и сопровождение. Организовать/настроить процесс внебалансового учета и сопровождения кредитов после их продажи оригинатором:

- внебалансовый учет: учитывать по обслуживаемым кредитам все операции, которые осуществляются для собственного портфеля оригинатора: начисление процентов по кредиту, погашение задолженностей (в том числе досрочное), вынесение на просрочку и пр.;

- сопровождение кредитов: осуществлять по обслуживаемым кредитам все операции, которые применяются для собственного портфеля оригинатора: контролировать исполнение заемщиком денежных обязательств по кредиту; выдавать справки, графики платежей и иные документы; принимать, регистрировать и рассматривать обращения заемщиков; проводить реструктуризацию; контролировать исполнение заемщиком неденежных обязательств по кредиту (предоставление документов, страхование и пр.); применять к заемщику предусмотренные договором санкции.

Учет и сопровождение кредитов осуществляется в информационных системах оригинатора. Действия сервисного агента при обслуживании залковых договоров не должны противоречить условиям договора сервиса.

Формирование отчетности сервисного агента. Организовать/настроить процесс подготовки и предоставления отчетности сервисного агента и спецсервисного агента. Подробное описание такой отчетности содержится в Стандарте обмена данными, который доступен на сайте ицб.дом.рф.

Формирование отчетности для спецдепозитария. Организовать/настроить процесс формирования и предоставления отчетности для спецдепозитария: распоряжение на включение залковых в ипотечное покрытие; отчетных форм для обслуживания ипотечного покрытия (исключение из покрытия, изменение сведений по кредитам и пр.).

Дистанционные каналы. Обеспечить функционирование дистанционных каналов взаимодействия заемщика с банком после продажи залковых: информация о кредите после продажи залковой

должна корректно отражаться в мобильном банке/приложении (информация по кредиту не должна «зануляться»); сервисы для обслуживания кредита, предусмотренные мобильным банком/приложением (если они были), должны корректно работать (заявления на досрочное погашение, обращения заемщиков и пр.).

Полномочия для обслуживания. Получить доверенности от ипотечного агента и ДОМ.РФ, необходимые для обслуживания кредитов, и организовать наделение необходимыми полномочиями сотрудников сети банка, осуществляющих сопровождение кредитов, процедуры взыскания и пр. Организовать процесс учета выданных доверенностей, предоставления ДОМ.РФ сведений о выданных доверенностях, возврата выданных доверенностей в связи с предоставлением новой или отзывом выданной доверенности.

Передача данных в БКИ. Организовать/настроить процесс передачи данных в БКИ по кредитам ипотечного агента и ДОМ.РФ, находящимся на обслуживании у оригинатора. Информация в БКИ предоставляется от источника формирования кредитной истории (ипотечного агента или ДОМ.РФ).

Сбор и перевод платежей. Организовать/настроить процессы списания денежных средств с текущих счетов заемщиков в счет исполнения обязательств по ипотечному кредиту и их зачисление на счет владельца залковой (ипотечного агента или ДОМ.РФ); получения, отражения в учете и перечисления владельцу залковой (ипотечному агенту или ДОМ.РФ) денежных средств в счет исполнения обязательств по ипотечному кредиту, полученных от различных плательщиков: материнского капитала, страховых выплат, платежей от ФССП, субсидий, возмещений недополученного дохода от оператора субсидий и пр. Для таких целей рекомендуется в поручениях заемщиков на списание денежных средств с их счетов для погашения кредита предусмотреть наличие полномочий оригинатора по списанию денежных средств в этих же целях после передачи оригинатором прав по ипотечному кредиту при условии обслуживания им кредита. Это условие не потребует получения от заемщиков новых поручений для законного списания

денежных средств с их счетов после передачи прав по ипотечному кредиту.

Прекращение обязательств по кредиту. Организовать/настроить процесс прекращения обязательств по кредитам на обслуживании по распоряжению ипотечного агента или ДОМ.РФ в случаях, предусмотренных законодательством РФ.

Расчет ПДН. Организовать/настроить процесс пересчета показателя долговой нагрузки по кредитам ипотечного агента и ДОМ.РФ на обслуживании в случаях, установленных законодательством РФ, и его предоставления ипотечному агенту и ДОМ.РФ.

Реструктуризация ипотечных кредитов. Организовать/настроить процесс предоставления реструктуризации по кредитам на обслуживании; соблюдения условий реструктуризации и контроля лимита реструктуризации, установленных договорной документацией по сделке.

Обратный выкуп закладных оригинатором. Организовать/настроить процесс обратного выкупа оригинатором закладных у ипотечного агента или ДОМ.РФ:

- учет операций: отражение в учете оригинатора всех операций, связанных с приобретением закладных (открытие счетов для учета задолженности; отражение стоимости приобретенных прав требования; формирование резервов; постановка обеспечения по кредитам; иные операции, предусмотренные правилами учета оригинатора);

- формирование документов для сделки: уведомление о выкупе и акт приема-передачи закладных с ценовыми параметрами по каждой закладной; поручения в депозитарий на передачу прав на закладные;

- информирование о переходе прав на закладные.

Портфельное страхование ипотечным агентом. Организовать/настроить процесс работы по страхованию предметов ипотеки, не застрахованных заемщиками, по договору портфельного страхования, заключенному ипотечным агентом: формирование реестров страхования, их подписание сервисным агентом и страховщиком, предоставление реестров ДОМ.РФ для их оплаты.

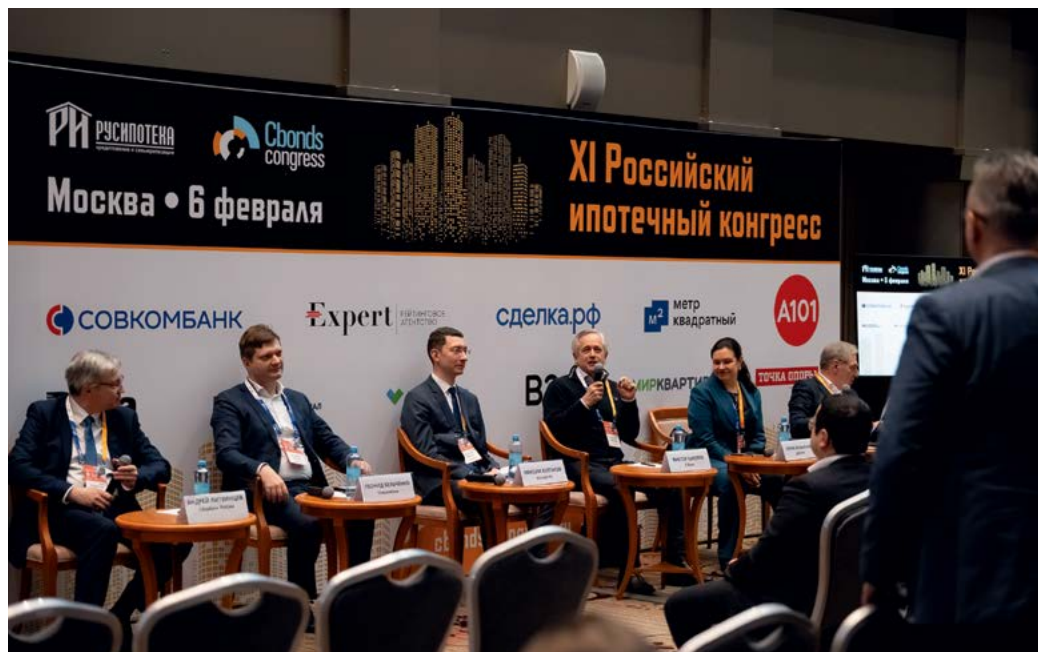
Возмещение по кредитам с госпрограммами. Организовать/настроить процесс формирования и предоставления ДОМ.РФ заявлений для возмещения недополученных доходов по кредитам на обслуживании, выданным по госпрограммам (приведенным к условиям таких госпрограмм).

Более подробно процесс описан в методических указаниях, которые доступны на сайте icb.dom.rf.

Разделение возмещения недополученных доходов. Организовать/настроить процесс разделения сумм возмещения недополученных доходов по кредитам, выданным по госпрограммам (приведенным к условиям таких госпрограмм), между продавцом и покупателем для месяца, в котором произошел переход прав на закладную: для всех сделок купли-продажи закладных, осуществляемых при проведении сделки (в т. ч. продажа оригинатором закладных ипотечному агенту, обратный выкуп оригинатором закладных у ипотечного агента или ДОМ.РФ).

Организация процессов по сделке и обучение сотрудников. Организовать/«приземлить» процессы по сделке секьюритизации в банке: встроить новый функционал, связанный со сделкой, в существующую структуру (например, передачу данных в БКИ по кредитам ипотечного агента и ДОМ.РФ на обслуживании передать в подразделение, осуществляющее передачу информации в БКИ по собственным кредитам) или создать новую под сделку. Провести обучение сотрудников, осуществляющих обслуживание ипотечных кредитов, принадлежащих ипотечному агенту и ДОМ.РФ, соблюдение ими ограничений, установленных договорной документацией по сделке.

Регламентация процессов. Все действия, осуществляемые оригинатором при проведении сделки и обслуживании закладных, должны быть регламентированы во внутренних документах оригинатора (могут использоваться действующие регламенты, дополненные условиями для проведения сделки и обслуживания закладных, или могут быть разработаны специальные регламенты для таких процессов). Такие регламенты не должны противоречить условиям договоров, заключаемых для реализации сделки.



Сдержанный оптимизм оригинаторов vs скепсис инвесторов

В феврале в Москве состоялось традиционное для старта года мероприятие — Российский ипотечный конгресс. На его площадке уже в 11-й раз встретились представители ведущих банков, застройщиков, рейтинговых агентств и профильных ассоциаций, чтобы подвести итоги прошедшего года и обозначить векторы нового. В рамках конгресса состоялось заседание круглого стола «Секьюритизация в текущих реалиях». В данном материале мы представили мнения экспертов по самым актуальным, а порой и острому вопросам, связанным с перспективами развития сделок секьюритизации различных видов активов.

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

— В прошлом году, несмотря на серьезное снижение выдачи ипотеки, секьюритизация не остановилась. Не в последнюю очередь это связано с тем, что в нашей стране связь между первичным и вторичным рынком не слишком плотная. И объем текущей выдачи не зависит от секьюритизации, в отличие, скажем, от США, где эта связь прослеживается напрямую.

В 2024 году было закрыто восемь сделок: три сделки у Сбера, по две сделки

у ВТБ и Газпромбанка и одна сделка у Металлинвестбанка. Всего было выпущено облигаций на 540 млрд рублей, что на 20% меньше, чем в предыдущем году, но это гораздо больше, чем в 2022-м.

Результат очень приличный. При этом 99% взяли себе на баланс банки-оригинаторы. Я в этом не вижу ничего страшного, потому что в периоды достаточно высокой экономической неопределенности так происходит всегда и не только у нас, но и в других странах. Однако состав заинтересованных банков-участников, к сожалению, не меняется: в основном это госбанки. И это отдельная проблема, которую нам необходимо, безусловно, обсуждать и в том числе с «ДОМ.РФ».

Этот год начался на оптимистичной ноте. Сбер уже закрыл две сделки суммарно более чем на 65 млрд рублей. Я думаю, это хороший знак того, что 2025-й в целом будет неплохим.

И несколько слов по секьюритизации потребкредитов. Сегодня такие сделки становятся всё более и более популярными, они интересны банкам. В прошлом году были закрыты три такие сделки. Вроде бы немного, но, с другой стороны, всё больше банков проявляют к ним интерес.

Во-первых, секьюритизация потребов — это инструмент привлечения ликвидности. Ставки по кредитам высокие — можно предложить привлекательную ставку по такой бумаге, а потом реально продать в рынок инвесторов. Во-вторых, макропруденциальные ограничения, которые были введены ЦБ, включая и коэффициенты, и лимиты, сделали потребкредит очень тяжелым для капиталов банков, а продажа через механизм секьюритизации позволяет облегчить эту проблему.

Поэтому я смотрю на этот рынок, на его перспективы даже в текущих непростых финансово-экономических условиях с оптимизмом.



Максим БУЛГАКОВ,
директор по рейтингам
структурированного финансирования,
Эксперт РА:

— В начале этого года мы провели опрос среди банков — крупных, средних и малых по объему активов — по теме многотраншевой секьюритизации. Спрашивали о планах, мотивации по проведению таких сделок, ограничениях, которые они видят, инвесторском спросе. И вот что он показал.

Мы видим тенденцию увеличения количества эмитентов. В ближайшие два года их количество может увеличиться до 12, что, в принципе, крайне оптимистично. Заявленный объем, который нам в опросе дали банки, составил 700 млрд. Сумма также достаточно оптимистичная. При этом банки заявляют достаточно широкий диапазон сделок: от 3 до 200 млрд. Средний размер выпуска, исходя из результатов опроса, составил порядка 60 млрд.

Какие мотивы движут банками при реализации сделок секьюритизации?

Для крупных игроков это в первую очередь разгрузка капитала. Для остальных эмитентов — это привлечение средств на более выгодных условиях и, соответственно, диверсификация источников фондирования. Также крупные банки, проводя такие сделки, рассматривают их как дополнительный инструмент привлечения клиентов.

На какие ограничения указывают участники рынка? В первую очередь это, конечно, высокая ключевая ставка. И, конечно же, отсутствие спроса со стороны институциональных инвесторов, ограничения по возможностям РЕПО и невозможность экономии на капитале по МСФО.

Следующий пункт опроса — изменения, которых на горизонте двух лет ожидает рынок. Оказалось, что участники рынка не ждут, что ключевая ставка сильно упадет в период 2025–2026 годов. Соответственно, закладывают более консервативное поведение. При этом коллеги ждут расширения сделок РЕПО, разгрузки и капитала по МСФО, уменьшения риск-веса в торговом портфеле и, соответствен-



но, расширения лимитов по остальным участникам, которые могут инвестировать в этот рынок, — НПФ, УК, страховым компаниям.

В конце прошлого года уже состоялось внесение изменений в один из параметров — это риск удержания рискованной позиции. Раньше он составлял 20%. Сейчас подписан закон о том, что будет снижена нижняя граница до 5%. Изменения вступят в силу уже в апреле этого года, что, соответственно, должно уже побудить и новых originаторов, и текущих выходить с новыми выпусками.

Если говорить об ограниченном спросе с точки зрения вложений в эти бумаги, то он связан в первую очередь, конечно же, с тем, что у этого рынка очень слабая ликвидность. На это обратили внимание многие участники опроса.

Возможно, одно из решений — ценовая конвенция. На рынке ипотечных ценных бумаг она присутствует, то есть достаточно большому кругу инвесторов и стороннему участнику понятно, как формируется денежный поток по ипотечной ценной бумаге. На рынке многотраншевой секьюритизации пока, к сожалению, такого инструмента нет.

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

— Мы ожидаем, что объем новых выпусков нашего продукта — ИЦБ «ДОМ.РФ», однотраншевой ипотечной секьюритизации — будет примерно на уровне прошлого года. Полагаем, что это будет не меньше чем 500 млрд. При этом мы понимаем, что рынку всё сложнее и сложнее с высокой ставкой. Объем выдачи продуктов, которые подходят для ипотечной секьюритизации, у банков снижается. Тем не менее, мы видим, что потребность в управлении капиталом и ликвидностью (нормативами ликвидности в том числе) у банков только растет. Поэтому, несмотря на усложняющую ситуацию на рынке ипотеки, мы ждем, что объем не снизится.

Сейчас у нас в обращении больше 70 выпусков объемом 1.8 трлн. В целом ипотечное покрытие этих выпусков чувствует себя очень хорошо. Просрочка



стабильно низкая. Следим за этим очень внимательно. Очевидно, что темп погашения очень снизился. Если по льготной ипотеке мы особо и не ждали результатов выше (примерно 7%), то для сделок, где рыночная ипотека, а это примерно 80% от наших бумаг, там, конечно, за прошедший период темп погашения значительно снизился, примерно на 14%.

За прошедший год сильно выросла доля выпусков с льготной ипотекой — примерно в два раза, до 30%. Эти выпуски, конечно, гораздо проще разместить в рынок.

С точки зрения спроса я полностью поддерживаю развитие многотраншевой секьюритизации. Это очень интересные сделки.

Но я бы хотела обратить внимание, что в целом ипотеку банки не фондиру-

ют длинными деньгами. И это проблема не только рынка ИЦБ. Это более глубокая проблема. Может, и не проблема на самом деле. Таков текущий механизм фондирования ипотеки банками.

Если посмотреть статистику одного из самых развитых рынков ипотечной секьюритизации — это, конечно, рынок США — то на декабрь 2024 года агентские MBS (agency mortgage-backed securities — от ред.) занимают 90% рынка ипотечных бумаг: 37% находится на балансах банков, 25% — у Федрезерва, 20% — у агентств, 17% — у иностранных инвесторов и остальное у тех, кого мы называем институциональными инвесторами.

Я не считаю, что неправильно размещать ипотечные бумаги институциональным инвесторам. Очень даже правильно. Это длинные деньги, прекрасный актив. Я бы тут просто призвала подумывать о том, что иллюзий питать не надо. Но мы выступаем за развитие инвесторской базы. Прикладываем к этому очень много усилий.

Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
исполнительный директор,
Сбербанк России:

— Я бы поспорил с Еленой. Я не стану оспаривать, что действительно очень много ИЦБ на Западе держится на балансах банков. Это естественные покупатели. И мы тоже фактически держим всё, что выпускаем. Но мне кажется, что многотраншивые секьюритизации, сделанные под эгидой агентств Freddie Mac, Fannie Mae или ДОМ.РФ, то есть так называемые СМО (Collateralized Mortgage Obligation), всё-таки имеют большой потенциал на российском рынке.

Почему вообще эти однотраншевые не продаются в рынок? Сбер может пойти и продать свой собственный сберовский, грубо говоря, корпоративный бонд, со ставкой, с доходностью ОФЗ плюс 100 базисных пунктов. У ипотечной секьюритизации есть риск. Несмотря на то, что есть поручительство ДОМ.РФ и кредитного риска нет, но есть другой риск — prepayment risk. Из-за него и на Западе рынок просит больше, чем 100 базисных пунктов. У нас это 150–200 базисных пунктов. Если вы посмотрите сейчас, в стакане масса бондов

ДОМ.РФ, может быть, не огромными объемами, но они есть там, по 20-й, 22-й доходности, с таким, так сказать, bid/ask'ом торгуются.

У Западного рынка есть решение на эту тему. Есть структуры, в которых, например, выпускаются СМО с гарантированным графиком погашения. Это структуры, в которых раск bond имеет определенный график, то есть prepayment-риск, грубо говоря, если и есть, то остаточный. В случае форс-мажоров, как, например, в кризис 2008–2009 годов, тогда, конечно, там никакие структуры не помогли. Эти пэки начали погашаться не по расписанию, а как попало. Но всё-таки рынок в Штатах, например, эти пэки прайсит где-то 30 базисных пунктов для двух-трехлетнего пэка над кривой. Я думаю, что даже Сберу было бы интересно продавать вот такую часть структуры в рынок. Поэтому, в принципе, мне кажется, что перспектива выпуска многотраншевой секьюритизации, СМО, агенту СМО, правильная. Этим надо заниматься.

К вопросу о стандартизации, видите, у нас действительно есть целый парк многотраншевых сделок без поручительства ДОМ.РФ. Они все разнородные, потому что так решается проблема кредитного риска. Но они не стандартизированы. Понятно, что в рамках ВТБ «ВТБ РКС Эталон» похож на «РКС Эталон-2», «РКС Эталон-3», «РКС Эталон-4». Но по рынку в целом это сложно стандартизировать. А Агенту СМО на Западе очень даже стандартизированы. Это делается путем выпуска одной единой эмиссионной документации под каждый выпуск.

Я думаю, что создание Agency СМО рынка — это правильный проект, над которым надо поработать. И когда этот рынок будет создан, я думаю, появятся и инвесторы.

Виктор КИСЕЛЕВ, руководитель
управления структурированных
продуктов и секьюритизации, Т-Банк:

— Даже без учета макропруденциальных надбавок или лимитов рост кредитования явно не продержится долго, потому что банкам неоткуда взять капитал. То есть рост собственного капитала происходит гораздо медленнее, чем рост кредитования.

С этого года надбавки только увеличиваются и увеличиваются. В то же время инструменты для наращивания капитала сократились. Международный рынок исчез. Рынок субордов — это, скорее всего, уже рынок физиков. Банки друг у друга не покупают суборды.

То же самое мы видим и на рынке IPO. Большая часть IPO уходит в руки частных инвесторов. Получается, сдвиг у нас в целом на рынке от институциональных инвесторов в сторону розничных. Это давление на капитал.

Регулятор в конце года заявил, что намерен распространить макропруденциальные надбавки с необеспеченных кредитов также и на обеспеченные. Это будет и авто-, а потом и корпоративное кредитование. И оставляет за собой право кроме надбавок регулировать это прямыми лимитами. И все эти действия регулятора как раз направлены на то, чтобы снизить достаточность капитала. И она снижается. Критически снижается.

Еще одна тенденция. Теперь, когда люди и банки думают о том, чтобы хоть как-то разгрузить капитал, то какие-то бенефиты секьюритизации, которые в ипотечной истории играли важную роль, например, снижения процентного риска, уходят на задний план. Поэтому интерес к секьюритизации на самом деле гораздо выше, чем показывают опросы или какие-то единичные сделки.

И еще одна тенденция последнего времени, связанная с ростом ставок: в длинные бумаги никто не вкладывается. Посмотрите: размещения обычных облигаций становятся всё

короче и короче — год, полтора максимум. Потому что инвесторы, особенно физики, хотят фиксироваться на короткий срок. Получается, что нужно делать сделки секьюритизации с этими активами очень короткими, для того чтобы удовлетворить интересы инвесторов-физиков.

Да, и в целом физикам тяжело продавать структурные вещи, так же, как и корпоратам, в принципе, когда на рынке такие высокие ставки. То есть тогда, когда риск оценивается по-другому. Только элемент игры, или какого-то дополнительного заработка, или мечты о дополнительном доходе могут привлечь инвесторов в такие сделки. Ведь сейчас полно инструментов, которые без риска могут дать примерно такую же доходность, как по сделкам секьюритизации. И более понятных. Очень трудно конкурировать с ними. Должны быть какие-то стимулы придуманы в сделке.

Получается, что, хотя инвесторская база и существует и с точки зрения риск-весов это вполне «съедобный продукт» для банков, но емкость такого рынка маленькая. Какой объем у таких рыночных сделок? 5, 7, 10 млрд максимально можем сделать. И потом придется ждать, когда освободятся какие-то лимиты у этих инвесторов.

Несколько сделок были сняты с рынка в прошлом году именно потому, что рост ставок по активам не догонял рост ставок на рынке. Процентный риск не зафиксируешь во время роста ставок.

Корпоративно-
инвестиционный
бизнес

Секьюритизация



ЛИДЕР НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

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

5 ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ
ПОРТФЕЛЕМ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ
БАНКА ВТБ, НА СУММУ **85 МЛРД РУБ.**

8 800 100 24 24 / VTB.RU

БАНК ВТБ (ПАО). ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 1000. Реклама.



**ABS
CMBS
RMBS**

Рынок
секьюритизации
альтернативных
классов активов

Партнер рубрики:

 **СОВКОМБАНК**

Секьюритизация альтернативных активов в России представляет собой уникальный финансовый механизм, который, несмотря на значительный потенциал, до сих пор не раскрыл всех своих возможностей. В отличие от западных рынков, где объемы неипотечной секьюритизации составляют значительную долю финансового сектора, в России этот инструмент продолжает оставаться нишевым продуктом. Однако текущие экономические условия создают благоприятную почву для его развития.

В 2021 году Ассоциация банков России и СРО НФА представили доклад «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», в котором впервые консолидировали актуальные проблемы текущего регулирования, сдерживающие рост рынка, и возможные пути их решения. Мы видим, что регулирующие органы настроены на развитие секьюритизации. В прошлом году Государственной Думой были приняты изменения в Закон о рынке ценных бумаг, которые наделили Банк России правом снижать требования к минимальной доле удержания риска оригинатором с 20 до 5%. Снижение минимальной доли участия в риске даст возможность более точно учитывать профиль риска и доходность базовых активов при разработке капитальной структуры сделок, делая секьюритизацию высококачественных активов более привлекательной для эмитентов. При этом в регулировании всё еще остаются существенные диспропорции, в первую очередь связанные с отсутствием признания рейтингов структурированного финансирования национальных рейтинговых агентств в ряде ключевых документов Банка России.

Кроме регулирования важно улучшать качество выходящих на рынок сделок. Они должны стать понятнее, прозрачнее и предсказуемее для инвесторов. Мы призываем ключевых участников рынка объединиться в разработке стандартов раскрытия информации и эталонных моделей расчета профиля амортизации и доходности облигаций.

Развитие рынка структурированных финансовых продуктов в России ставит вопрос о нехватке квалифицированных кадров в области секьюритизации. Мы видим дефицит специалистов, способных профессионально структурировать сделки и оценивать риски секьюритизации. Отсутствие системной подготовки таких специалистов в вузах вынуждает компании самостоятельно обучать сотрудников, что значительно увеличивает издержки.

Мы с оптимизмом смотрим на рынок классической многотраншевой секьюритизации в 2025 году. Всё больше новых оригинаторов заявляет о желании выйти на рынок. Драйвером развития рынка должна стать секьюритизация потребительских кредитов крупнейших банков. При этом мы видим интерес оригинаторов и к многотраншевой секьюритизации ипотеки, автокредитов, дебиторской задолженности, кредитных карт, МСП, крупных корпоративных кредитов и просроченных розничных кредитов.

Секьюритизация альтернативных активов в России находится на переломном этапе. Несмотря на существующие вызовы, этот инструмент имеет потенциал стать существенным сегментом облигационного рынка. Дальнейшее развитие будет зависеть от совместных усилий регулятора, организаторов, оригинаторов и инвесторов, направленных на создание сбалансированной и ликвидной экосистемы.



Андрей КОРОЛЕВ,
исполнительный
директор — начальник
управления
секьюритизации
и инвестиционных
решений, Совкомбанк



Секьюритизация

Используйте все возможности финансирования бизнеса и оптимизации кредитного портфеля банка

Высокопрофессиональная команда SberCIB работает как с институциональными инвесторами, так и с клиентами брокерского обслуживания Сбербанка и имеет успешный опыт проведения сделок ипотечной секьюритизации совместно с ДОМ.РФ, секьюритизации собственных потребительских кредитов и организации многотраншевых секьюритизаций для других банков.

В рамках направления секьюритизации клиенты SberCIB получают:

- анализ активов будущего оригинатора;
- разработку эффективной структуры сделки и выбор портфеля;
- оптимизацию структуры для целей рейтингования облигаций и поддержку в работе с рейтинговым агентством;
- координационную поддержку и подготовку необходимых документов;
- организацию процесса взаимодействия с инвесторами, включая премаркетинг и размещение;
- моделирование денежных потоков, подготовку маркетинговых материалов и аналитики по запросам клиентов;
- консультационную поддержку оригинатора на протяжении всей сделки.





Владимир ЛИМАН,
руководитель трейдинга
департамента глобальных
рынков, Сбербанк

Практический опыт реализации сделки секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов

В конце августа 2024 года Сбер разместил облигации первой сделки секьюритизации потребительских кредитов без обеспечения, выданных банком. Достаточно короткий¹ старший транш с купоном 20% обеспечен статическим, однородным и достаточно granularным портфелем. В ходе подготовки к сделке и после ее закрытия Сбер попытался достичь максимальной прозрачности сделки, публикуя и обновляя модель денежных потоков, портфель и даже короткие ежемесячные аналитические

записки. В этой статье мы делимся опытом создания и размещения сделки и излагаем свое видение перспектив рынка многотраншевых секьюритизаций вообще и секьюритизаций потребительских кредитов в частности. Кроме того, мы рассказываем о недавних благоприятных для рынка регуляторных изменениях и просим институциональных инвесторов поддержать нас в стремлении приблизить российское регулирование к более дружелюбным по отношению к инвестору мировым стандартам.

¹ Ожидаемый средний срок жизни облигаций старшего транша не превышает 1.5 лет.

Повышение макропруденциальных надбавок к коэффициентам риска, рассчитываемым для различных видов

потребительских кредитов, привело к изменению стимулов для российской неипотечной секьюритизации. Даже для банков с высоким рейтингом и относительно низкими спредами, достигаемыми при размещении своего корпоративного долга, секьюритизация потребительских кредитов оказалась привлекательной как средство оптимизации нормативов достаточности капитала.

Повышение надбавок оказало влияние на несколько типов розничных кредитов: ипотечные, автокредиты и потребительские кредиты без обеспечения. В то время как в случае ипотечных кредитов банки могут выбирать между одностраншевыми секьюритизациями на платформе ДОМ.РФ и многотраншевой¹ альтернативой, для необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов альтернативы многотраншевым секьюритизационным сделкам попросту нет.

Особенно активно предлагаются рынку сделки секьюритизации необеспеченных потребкредитов. Уже пятая сделка Банка ВТБ увидела свет. Сбер также вышел с дебютной сделкой. Появились сделки Яндекс Банка и Совкомбанка. Мы ожидаем, что число оригинаторов таких сделок будет увеличиваться.

Подобные сделки имеют достаточно простую логику: кредиты, выданные банком-оригинатором, уступаются на баланс СФО и уходят с баланса оригинатора. СФО размещает старший облигационный транш с уровнем кредитной поддержки выше 20%. Такому траншу присваивается, как правило, наивысший — AAA — кредитный рейтинг, и он продается в рынок, а сам банк-оригинатор занимает позицию в младшем транше, которая при выполнении определенных условий оказывает значительно меньшее давление на капитал оригинатора для целей вычисления норматива достаточности капитала банка.

¹ Под «многотраншевой секьюритизацией» мы понимаем секьюритизацию с двумя или более траншами, младший из которых не обязательно оформлен как облигация — это может быть, например, субординированный кредит от банка-оригинатора.

Мы поделимся нашим опытом создания первой сделки секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов Сбера.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ КРЕДИТЫ — ПАРА СЛОВ О МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

Потребительские кредиты, как и ипотечные, — кредиты аннуитетные, но значительно отличаются от ипотечных кредитов сроком (обычно 5 лет, как и в нашем случае), типом риска (риск заемщика, не обеспеченный отдельно взятым объектом недвижимости) и скоростью досрочных погашений (потребительские кредиты обычно погашаются досрочно гораздо быстрее ипотечных). Кроме того, средний размер потребительского кредита, как правило, значительно ниже, чем кредита ипотечного. Таким образом, портфели потребкредитов обычно гораздо более гранулярны, чем ипотечные.

На развитых рынках сделки секьюритизации потребительских кредитов достаточно распространены. Почти все они выпускают короткие облигации, но имеют разные виды портфелей: от высокорискованных портфелей с повышенными процентными ставками до портфелей очень консервативных с достаточно умеренной ставкой по портфелю. Разнятся и оригинаторы: от онлайн-кредиторов, предоставляющих «кредит за минуту с минимальной информацией о вас — но только не более \$300 на заемщика», до кредитов, за которыми заемщик приходит в офисы компании несколько раз, приносит налоговые формы, подтверждения регулярно получаемого дохода и получает через неделю кредит в \$15 000. Удивительным образом некоторые портфели сделок секьюритизации «кредитов за минуту» показывают очень сильную кредитную статистику.

Интересно, что, следуя традициям американского рынка, облигации таких коротких сделок часто размещаются гораздо ближе к кривой суверенных облигаций, чем их более длинные ипотечные «собратья».

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ СБЕРА

Сбер разместил первую сделку секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов в конце августа

2024 года. Вся публичная информация по сделке доступна на сайте СБСекьюритизация.РФ¹. Портфель сделки был отобран из пула кредитов, выданных между 1 ноября 2023 года и 30 апреля 2024 года. К моменту размещения средний срок кредитов в портфеле составлял 4.4 года, а средняя ставка по портфелю — 31.4% годовых. Такие кредиты обычно характеризуются достаточно высокими скоростями досрочного погашения, и облигации сделок секьюритизации получают короткими.

И здесь для originатора наступает развилка: нужен ли револьверный период в сделке? Револьверный период — это период после размещения сделки (один, два или даже три года), в течение которого номинальная стоимость облигаций не погашается, а все выплаты основной суммы задолженности заемщиками по кредитам направляются на покупку новых кредитов в портфель, являющийся обеспечением по сделке. Конечно же, параметры таких «новых» кредитов обычно ограничены эмиссионной документацией. Однако револьверный период добавляет неопределенности для инвестора в плане состава пула и его винтажности, хотя и делает профиль амортизации облигаций более сходным с обычными бондами — вместо немедленно начинающейся амортизации облигации револьверных сделок в период «револьвера» напоминают классические облигации с погашением номинальной стоимости в конце сделки.

Типичная рекомендация новому originатору на Западе: начинайте со статической (неревольверной) сделки. В таком формате инвестору будет понятно, какой портфель используется в сделке в качестве обеспечения, и более-менее будет надежда на то, что, даже выгасиваясь, портфель в среднем остается тем же (при этом заметим, что кредиты с более высокими ставками имеют тенденцию к более быстрому досрочному погашению, так что со временем средняя ставка по портфелю может дрейфовать в сторону снижения). Мы последовали

практике развитых рынков и тоже начали со статической сделки. Более того, мы решили опубликовать (конечно, в обезличенном виде) весь портфель построчно и ежемесячно обновляем информацию о динамике (поведении) портфеля кредитов на сайте сделки.

Важным фактором в маркетинговании сделки явилось то, что модель денежных потоков сделки также была выложена на сайте сделки и обновляется ежемесячно по мере того, как по условиям сделки осуществляются платежи по облигациям (платежи по облигациям — купонного дохода и амортизационных платежей — осуществляются ежемесячно, в каждое 26-е число или в первый рабочий день после него). В нашей работе с другими originаторами мы бы тоже рекомендовали следовать этой практике. При этом Сбер готов взять на себя ежемесячное обновление публичных моделей сделок других originаторов, для которых он оказывает услуги организатора. Кроме того, мы стараемся публиковать на сайте сделки короткий ежемесячный аналитический комментарий по состоянию сделки, фактически кратко перечисляя основные результаты из отчета расчетного агента. На нашем рынке, который не привык еще к секьюритизациям, мы бы рекомендовали originаторам добиваться максимальной прозрачности сделок для инвесторов.

В российском регулировании банк-originator лишается регуляторных преференций, если хоть как-то гарантирует портфель от будущих кредитных потерь (таким образом регулятор обеспечивает соблюдение принципа true sale², являющегося одним из «золотых» принципов секьюритизационных сделок). Но ори-

¹ <https://сбсекьюритизация.рф>.

² True sale — «действительная продажа». Принцип, требующий, чтобы по условиям сделки права по секьюритизируемому портфелю передавались эмитенту облигаций, обеспеченных таким портфелем, полностью, без возможности originатора вернуть себе все или часть таких прав по своему усмотрению. Соблюдение этого принципа гарантирует независимость кредитного качества портфеля от кредитного качества самого originатора.

гинатору обычно дается право выкупать обратно кредиты с признаками проблем. В нашей структуре есть достаточно жесткий триггер (условие) на кредиты, по которому для заемщика допущена просрочка исполнения обязательств. Если количество кредитов с просрочкой платежа более 30 дней превысит 12% от общего объема портфеля, младший транш (которым владеет оригинатор) перестанет получать процентные выплаты — они будут использоваться для ускоренной амортизации облигаций старшего транша, таким образом еще больше защищая интересы инвесторов, владельцев «старших» облигаций. Такие триггеры есть во многих сделках, но обычно они установлены ближе к 50%. В нашей сделке, где ожидаемый ежегодный уровень дефолтов колеблется около 10%, достичь 12% от размера портфеля по количеству относительно недолгих просрочек достаточно просто. Сбер старается ежемесячно выкупать такие кредиты, поддерживая качество портфеля, обеспечивающего сделку, на высоком уровне.

Выкуп дефолтных кредитов — это достаточно стандартная практика оригинаторов на отечественном рынке, но мы сделали следующий шаг: Сбер выкупает даже кредиты с просрочкой (более 30 дней), которая еще не достигла статуса «дефолта» (90 дней и более). Регулярность и последовательность в выкупе сколь-нибудь проблемных кредитов — важный фактор для маркируемости последующих сделок оригинатора. В российской практике секьюритизационных сделок с ипотечными кредитами активно участвует банк с кредитным рейтингом на уровне ВВ–, который регулярно и последовательно выкупает проблемные кредиты из своих сделок ипотечной секьюритизации уже много лет. Как результат, рынок позитивно воспринимает выпуски его новых ипотечных секьюритизаций с рейтингом AAA.

ИНВЕСТОРЫ СДЕЛКИ СБЕРА

Сделка секьюритизации потребительских кредитов Сбера, будучи первой для банка, вызвала немалый интерес

у инвесторов. Определенная новизна предлагаемого клиентам брокерского обслуживания Сбера инвестиционного продукта заставила клиентских менеджеров глубже погрузиться в нюансы сделки, изучить принципы структурирования и реализации таких сделок, познакомиться с математическим аппаратом в той мере, в которой этого требовали клиенты, которым предлагались облигации старшего транша. Немаловажным стало использование менее традиционных (по сравнению с размещениями облигационных выпусков среди крупных институциональных инвесторов) каналов — Telegram, онлайн-интервью, для чего были адаптированы презентационные материалы и скрипты. Сокращение доступных инвесторам рыночных объектов для инвестирования «сыграло на руку» Сберу, позволив заинтересовать инвесторов привлекательным с точки зрения соотношения риск/доходность инструмента, но и также повысило требования к прозрачности сделки, ее постпродажной поддержке и ликвидности на вторичном рынке. Надеемся, что приобретенный опыт крупнейшего российского брокера позволит нам продолжить успешную практику реализации секьюритизационных сделок — как с собственными активами Сбера, так и для других качественных оригинаторов.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ В УСЛОВИЯХ ВЫСОКОЙ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

Свои первые платежные периоды, пришедшиеся на осень 2024 года, наша сделка пережила в условиях роста ключевой ставки. Это естественным образом влияет на скорости досрочных погашений даже в случае нашей сделки, в которой средняя ставка по портфелю значительно выше и ключевой ставки, и ставок по банковским депозитам. Мы наблюдали замедление скоростей досрочного погашения кредитов заемщиками в портфеле. Однако нужно учитывать, что выкупы оригинатором «слегка» проблемных кредитов (с просрочками от 30 до 90 дней) фактически

приводят к ускорению амортизации портфеля. В нашей публичной модели мы предлагаем клиенту возможность моделировать разнообразные сценарии скорости досрочных погашений и дефолтов. В частности, досрочные погашения моделируются со скоростями от 0 до 40% CPR¹ с шагом 5%. Кроме того, мы оставили возможность для клиента вставить в модель свое собственное расписание погашений и готовы помочь его сформировать.

Нужно также учитывать, что традиционно сделки секьюритизации на российском рынке имеют тесты покрытия — механизм, согласно которому каждый рубль кредитных потерь (более того, дефолтов) по портфелю активов компенсируется погашением соответствующего размера пассивов (старшего транша, транша «А»), а деньги для такого погашения вычитаются из процентных выплат, которые иначе пошли бы на выплату процентов младшему траншу «Б». Вообще говоря, если чрезмерное повышение ставок денежного рынка регулятором вызовет увеличение числа дефолтов по портфелю, это приведет к ускорению амортизации старшего транша, частично компенсируя замедление на рынке. В то же время, а в нашем случае даже сейчас, выкупая «слабо просроченные» кредиты, Сбер фактически заранее убирает потенциальные дефолты из сделки («дефолтным», в частности, по условиям сделки считаются кредиты, просроченные более чем на 90 дней, в то время как Сбер выкупает кредиты, по которым

очередной платеж просрочен заемщиком уже более 30 дней).

Банки продолжают систематически выдавать потребительские кредиты, и население приходит за ними, несмотря на высокие ставки. Мы видели несколько сделок секьюритизации таких кредитов от крупного банка, а также от других значительных участников рынка, один из которых был новичком на рынке секьюритизаций. Мы думаем, что для крупных банков такой тип сделок станет регулярным.

В то же время институциональные инвесторы вот уже который год игнорируют этот тип инвестиционного продукта, так же, впрочем, как они игнорируют и ипотечные секьюритизации. В момент написания этой статьи в «стакане» биржи есть двухсторонний рынок на старшем транше некой (ипотечной) секьюритизации с рейтингом AAA, модифицированной дюрацией порядка 2.4 лет и доходностью порядка 35% в базовом сценарии и доходностью порядка 25% в «худшем случае». Очевидным логичным объяснением происходящего является отсутствие моделей у крупных институциональных инвесторов, но даже в этом случае достаточно позвонить в банк-организатор и можно получить таблицы доходности и денежные потоки.

Сбер стремится поддержать появление и развитие институционального инвестиционного спроса на сделки секьюритизации. Мы будем рады любым обращениям от портфельных управляющих, готовы обсудить и вместе промоделировать не только сделки, размещавшиеся Сбером, но и сделки, структурированные нашими коллегами в других банках. К сожалению, объемы, доступные на вторичном рынке, пока не выражаются более чем восьмизначными числами, да и теми — нечасто.

РЕГУЛЯТОРНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ОБЛАСТИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЙ

С 25 апреля 2025 года вступает в силу поправка к закону №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», которая позволяет уменьшить объем младшего транша секьюритизации до 5% (при определенных условиях). Это

¹ Существуют разные способы оценки скорости досрочных погашений сделок, обеспеченных денежным потоком по активам. Мы применяем популярный в России CPR (Conditional Prepayment Rate), выбор которого нам представляется оправданным с точки зрения статистики. На самом деле, в сделках с ежемесячным платежом применяется SMM (Single Monthly Mortality, ставка досрочного погашения пула кредитов в данном месяце), месячный показатель, а CPR вычисляется как $1 - CPR = (1 - SMM)^{12}$. А именно досрочный платеж каждого нового месяца моделируется как величина, равная общему номиналу портфеля в начале месяца минус плановые платежи, умноженная на SMM.

открывает дорогу для структурирования многотраншевых сделок с мезонинным траншем¹ или траншами, которые могут быть особенно интересны для институционального инвестора.

Но здесь некоторые категории институциональных инвесторов ожидает разочарование — в текущем наборе подзаконных актов инвестирование денежных средств, находящихся под управлением негосударственных пенсионных фондов и страховщиков, в секьюритизации имеет смысл только при наличии у облигации секьюритизации рейтинга AAA. Мы считаем целесообразным изменить столь строгий регуляторный подход к сделкам секьюритизации и дать возможность институциональным инвесторам приобретать облигации, выпускаемые в сделках секьюритизации, с теми же кредитными рейтингами, которые позволены для обычных корпоративных облигаций (BB+ или BBV+ в разных случаях). Это будет соответствовать мировой практике и откроет российскому институциональному инвестору доступ к продуктам с интересным соотношением риска и доходности. **Сбер обращается с просьбой к институциональным инвесторам, которым было бы интересно увидеть такие регуляторные изменения, связаться с нами и поддержать нас и наших коллег, представляющих других участников рынка, в нашей работе с регулятором для реализации таких изменений.**

Как дополнительное улучшение сделки при введении мезонинного транша, если такие транши будут иметь размеры выше 15% от объема сделки, это даст

дополнительную кредитную поддержку старшему траншу и увеличит его маркетируемость (и, следовательно, уменьшит его процентную ставку).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Секьюритизации обеспечивают инвестору доступ к диверсифицированным портфелям большого числа кредитов, поведение которых коррелировано с макроэкономическим климатом, но защищено от риска событий, связанных с конкретным заемщиком, превращая анализ кредитного риска в статистическое упражнение. Многотраншевые секьюритизации добавляют возможность распределить срочность погашений и кредитные риски между разными типами инвесторов.

Исторически крупные российские банки не были заинтересованы в продаже кредитов в секьюритизационные сделки и удерживали кредиты на своих балансах (исключением были и остаются ипотечные кредиты, где поручительство ДОМ.РФ как института развития ипотечного рынка имеет значительное влияние на нормативы ликвидности и достаточности капитала). Ситуация поменялась с увеличением макропруденциальных поправок к коэффициентам риска, введенным Банком России. Банки всё более и более заинтересованы в разгрузке капитала через секьюритизации. С регуляторной точки зрения это также способствует диверсификации банковских портфелей и передаче части риска в рынок.

Мы думаем, что этот процесс приведет к образованию класса институциональных инвесторов в секьюритизации. Со своей стороны, мы всегда будем рады помочь таким инвесторам в анализе конкретных сделок и предоставить качественные аналитические материалы по этому рыночному сегменту.

¹ Транш секьюритизационной сделки, занимающий промежуточное положение с точки зрения удовлетворения требований его держателей, — между старшим и младшим.



Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
директор, Управление
секьюритизации,
Совкомбанк

Как сделать неипотечную секьюритизацию привлекательной без изменений в регулировании

В 2021 году Ассоциация банков России и СРО НФА представили доклад «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», в котором сообщество банков описало ключевые проблемы текущего регулирования, сдерживающие рост рынка, и возможные пути их решения. Мы видим, что регулятор настроен на развитие секьюритизации, так, в 2024 году было внесено изменение в Закон о рынке ценных бумаг в части снижения минимальных требований к объему удержания риска специализированными финансовыми обществами. Тем не менее регуляторных барьеров остается всё еще много, а темпы реализации пред-

ложенных изменений в регулирование не успевают за ростом рынка неипотечной секьюритизации, который в ближайшем будущем может стать одним из крупнейших сегментов на облигационном рынке.

Рынок секьюритизированных активов в России характеризуется низкой ликвидностью. Для ее повышения организаторам и оригинаторам сделок секьюритизации важно учитывать пожелания разных категорий инвесторов как профессиональных участников, так и физических лиц, которые могут обеспечивать существенный спрос на такие бумаги, учитывая их высокое качество.

В феврале «СФО Совком Секьюр» разместило на Московской Бирже с существенной переподпиской облигации, обеспеченные поступлениями от портфеля потребительских кредитов, уступленного Совкомбанком. В этой статье я постарался обобщить ключевые пожелания инвесторов, озвученные в ходе маркетинга сделки, и предложить способы повышения привлекательности облигаций, которые не требуют изменений в текущем регулировании.

1. ПОВЫШЕНИЕ ПРОЗРАЧНОСТИ ДАННЫХ

Полнота и прозрачность данных о портфеле базовых активов — это ключевой фактор для успешного инвестирования в облигации, обеспеченные такими активами. Однако для неипотечной секьюритизации отсутствуют единые стандарты раскрытия информации, что затрудняет анализ и сопоставление различных выпусков. Отсутствие стандартов увеличивает риски неправильной интерпретации данных, зачастую информации недостаточно для комплексной оценки риска.

Крупнейшим оригинаторам целесообразно разработать единые форматы и подходы к раскрытию информации о секьюритизируемых портфелях, чтобы задать стандарты для рынка. Мы считаем важным также интегрировать портфельные показатели, рассчитываемые бюро кредитных историй, для сопоставимости обеспечения разных сделок.

2. УПРОЩЕНИЕ ОЦЕНКИ ПРОФИЛЯ ПОГАШЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Одной из ключевых задач при анализе сделок секьюритизации является оценка доходности вложений, которая зависит в том числе от поведения портфеля базовых активов. Профиль амортизации облигаций обычно зависит от рисков, связанных с досрочным погашением базовых активов и их дефолтом. Для оценки используются показатели CDR (Constant Default Rate) (скорость выхода кредитов в дефолт) и CPR (Conditional Prepayment Rate) (скорость досрочных погашений).

Количественная оценка этих показателей сопряжена с рядом сложностей, которые влияют на точность оценки

рисков и привлекательность секьюритизированных активов для инвесторов: их оценка зависит как от макроэкономических показателей, например, от изменения ключевой ставки или располагаемых доходов у населения, так и от особенностей кредитных продуктов, отобранных для сделки каждым отдельным оригинатором.

На системном уровне для повышения точности расчета CDR и CPR необходимы накопление и анализ данных о поведении заемщиков. Это может быть сделано за счет интеграции информации, содержащейся в бюро кредитных историй, модели инвесторов и публичных сервисных отчетах.

Для упрощения анализа профиля погашения мы разработали структуру для собственных сделок секьюритизации с заранее рассчитанными значениями плановой амортизации облигаций, перенеся риски досрочного погашения портфеля на младший транш. После начала плановой амортизации старшие облигации будут погашаться не более чем на величину, зафиксированную в эмиссионной документации, а остаток поступлений от портфеля — реинвестироваться в приобретение новых кредитов для поддержания доходности базовых активов. Профиль погашения был смоделирован, исходя из наиболее консервативного сценария резкого падения сборов, например, в связи с резким ростом ключевой ставки (Рисунок 1).

3. КОРРЕКТНОЕ ОТОБРАЖЕНИЕ РЫНОЧНОЙ ДОХОДНОСТИ В БРОКЕРСКИХ ПРИЛОЖЕНИЯХ И СИСТЕМАХ БИРЖИ

В связи с отсутствием четко зафиксированного профиля амортизации по облигациям и методики расчета дохода, информация о доходности облигаций секьюритизации в брокерских приложениях и системах Биржи зачастую рассчитывается некорректно. Инвесторам приходится самостоятельно разрабатывать модели для оценки доходности инструмента и его переоценки, что накладывает дополнительные ограничения на возможность инвестирования в такие инструменты.

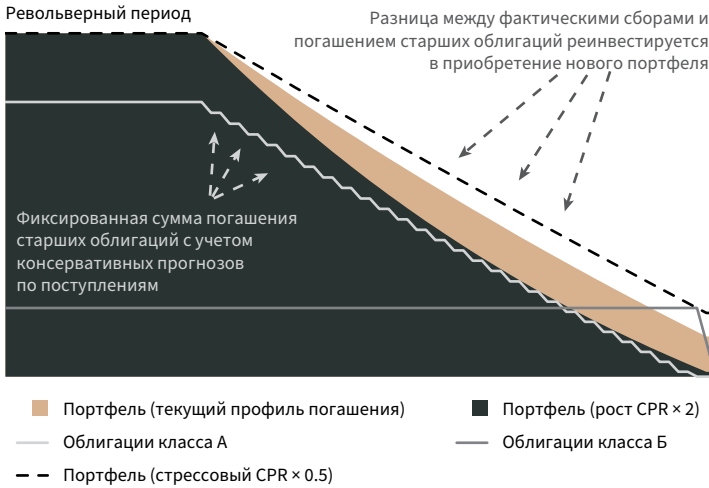


Рисунок 1
Структура с заранее рассчитанной плановой амортизацией старших облигаций
Источник: составлено автором

На системном уровне требуется создание единой методики прогноза амортизации и доходности облигаций неипотечной секьюритизации, которая отражалась бы как эталонная в системах профучастников. Подобная методика реализована в сделках ипотечной секьюритизации ДОМ.РФ — доходность рассчитывается на основании Ценовой конвенции для ипотечных ценных бумаг, согласованной между АО «ДОМ.РФ» и Московской Биржей.

При этом структура с заранее рассчитанной плановой амортизацией, описанная выше, позволяет Бирже и Cbonds корректно отображать доходность в своих системах.

4. СНИЖЕНИЕ ДИСКОНТОВ ПО СДЕЛКАМ РЕПО

По сделкам неипотечной секьюритизации НКЦ выставляет заградительные дисконты для РЕПО облигаций секьюритизации через Центрального контрагента в связи с отсутствием возможности определения профиля погашения облигаций в залоге и низкой ликвидностью. В свою очередь, отсутствие возможности проводить сделки РЕПО снижает ликвидность облигаций и интерес профучастников.

Важным шагом для снижения коэффициентов риска НКЦ может стать утверждение единой методики прогноза

амортизации и доходности облигаций неипотечной секьюритизации. Кроме этого, для снижения коэффициентов риска участники рынка могут заключать соглашения с НКЦ об обязательстве выкупа облигаций третьей стороной в случае дефолта контрагента по РЕПО и невозможностью реализации обеспечения по РЕПО из-за низкой ликвидности.

5. НАЛИЧИЕ МАРКЕТ-МЕЙКЕРА

Учитывая популярность инструмента у физических лиц и относительно низкую ликвидность бумаг, одной из ключевых фигур в успешной реализации сделок секьюритизации является маркет-мейкер. Его деятельность способствует повышению ликвидности, снижению волатильности и привлечению новых инвесторов. Без участия маркет-мейкера рынок секьюритизированных активов мог бы оставаться узким и малопривлекательным для физических лиц.

6. УВЕЛИЧЕНИЕ ВРЕМЕНИ НА ОДОБРЕНИЕ КРЕДИТНЫХ ЛИМИТОВ

Мы получили отзывы от инвесторов, что процедура выставления лимитов для облигаций, выпускаемых в рамках сделок секьюритизации, занимает существенно больше времени, чем по классическим сделкам, и отнимает у участников много сил и времени.

Даже у крупнейших инвесторов не всегда есть опыт в оценке рисков активов, зачастую им нужно изобретать и согласовывать новые внутренние процедуры, что может быть нецелесообразным из-за относительно небольшого числа интересных размещений.

На этапе размещения целесообразно планировать более длительный срок маркетинга, чтобы дать инвесторам возможность детально изучить сделку. Ключевыми факторами успешного размещения является готовность originатора и организатора оперативно отвечать на возникающие вопросы и быть максимально открытыми.

На системном уровне важна роль обмена опытом между участниками

рынка и разработка образовательных программ по обучению анализу сделок секьюритизации.

Секьюритизация в России переживает период бурного роста и может стать одним из крупнейших сегментов на рынке облигаций. При этом инвесторы, участвующие в таких сделках, сталкиваются с низкой прозрачностью данных, кредитными и макроэкономическими рисками, а также недостаточной ликвидностью рынка. Для развития рынка и успешного инвестирования в секьюритизированные активы необходима совместная работа ключевых участников рынка по его стандартизации.



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

Перспективы появления российских CLOs

Появляется всё больше предпосылок для возникновения в России локального рынка облигаций, обеспеченных портфелями корпоративных кредитов (collateralized loan obligations, CLOs). Речь идет не о секьюритизации МСП-кредитов (SMB ABS), а о сделках с долями синдицированных кредитов, предоставленных крупным рейтинговым заемщикам. Первопричина этому лежит в продуманных шагах Банка России, направленных на снижение кредитной концентрации в банковской системе. От обсуждения общей концепции регулятор перешел к конкретным действиям по стимулированию перераспределения кредитных рисков — развитию российских синдикаций и поддержке вторичного рынка кредитных требований, а также обратил внимание на такие инструменты, как CDS и соглашение о финансировании участия в кредите (СФУК). С осени 2024 года начала обсуждаться идея реализации «простых» синдикатов. В Госдуме готовятся поправки в законодательство, которые расширят права СФО по участию

во вторичном рынке синдикатов. На этой волне крупнейшие российские банки заявляют о растущем интересе к запуску программ широкой синдикации, а в ближайшей перспективе может быть создан новый класс базовых активов, используемый на развитых рынках в сделках CLO.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК CLO

На американском и европейском рынках Collateralized Loan Obligation (CLO) выпускаются в сделках секьюритизации портфелей корпоративных кредитов, чаще — долей в синдицированных кредитах заемщикам с рейтингом от B до BB (Таблица 1). В портфель обычно включаются от 80 до 200 торгуемых на вторичном рынке кредитов с плавающей процентной ставкой (SOFR/Euribor + спред)¹. Средний объем сделки CLO в США равен \$500 млн, старшие транши (AAA) составляют 65–70% объема сделки. Размер европейской сделки, как правило, ниже

¹ На американском рынке такие сделки называют BSL CLO (Broadly Syndicated Loan CLO).

Таблица 1
Сравнение видов CLO
Источник:
составлено автором

	BSL CLO	Middle-Market CLO
Тип заемщиков	Крупные компании	Средний бизнес
Размер кредита	Свыше \$100 млн	\$10–50 млн
Ликвидность кредита	Высокая	Низкая
Источник	Торгуемые синдицированные кредиты	Двусторонние кредиты

(€ 350 млн), что объясняется меньшими глубиной рынка синдицированных кредитов и спросом со стороны институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, банки).

Большая часть сделок имеет динамическую структуру с возможностью управления портфелем. Полное формирование портфеля активов может занимать 3–6 месяцев (ramp-up period). Реинвестирование обычно продолжается 3–5 лет с даты выпуска, при этом в течение первых двух лет запрещено досрочно погашать и реструктурировать облигации. Отбор кредитов в портфель осуществляется с учетом требований минимального рейтинга заемщика, отраслевых лимитов, а также ограничений по концентрации и типу заемщиков.

На начальном этапе для российского рынка более релевантными могут оказаться так называемые middle-market CLO, в основе которых лежат 30–50 двусторонних кредитов средним компаниям. Первая сделка такого вида была организована российскими банками еще 15 лет назад и получила международный рейтинг¹.

Старшие транши CLO признаны инструментом с высоким кредитным качеством, устойчивым в периоды финансовых шоков. Поведение базовых активов CLO (корпоративные кредиты) оказалось значительно лучшим, чем ипотечных кредитов subprime: структуры CLO предусматривают контроль за качеством портфеля (тесты диверсификации, ковенанты). В кризис 2007–2008 гг. ни один из AAA-траншей не допустил дефолта, хотя были

случаи понижения рейтингов². В ситуации COVID-кризиса 2020 г., когда цены корпоративных кредитов значительно упали, произошла также просадка стоимости CLO. Однако эта турбулентность носила краткосрочный характер, некоторые младшие транши (equity) начали терпеть убытки, но старшие транши (AAA/AA) снова показали устойчивость.

В 2024 году мировой рынок CLO достиг рекордного объема \$1.3 трлн с новыми выпусками на \$245 млрд, что свидетельствует о значительном интересе инвесторов к секьюритизации корпоративных кредитов³. Растущий спрос на инструменты с переменной доходностью (купоны CLO обычно пересматриваются ежеквартально) поддерживает привлекательность CLO в условиях колеблющихся процентных ставок, ведь эти облигации остаются одним из самых доходных долговых инструментов с рейтингом AAA.

РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ СИНДИКАЦИИ

Рассмотрим теперь состояние российского рынка базовых активов потенциальных CLO-сделок. Максимальные за всю российскую историю объемы новых выдач синдицированных кредитов пришлись на предкризисный 2007 год: национальные заемщики привлекли более \$70 млрд, общее число сделок превысило сотню. В тот период иностранные банки доминировали среди кредиторов, они выступали основными организаторами сделок и получали основную долю в синдикатах. На крупнейших российских участников

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

² Как следует из анализа S&P, с первого своего появления в начале 1990-х годов ни один AAA-транш CLO в США не понес потерь.

³ Согласно данным LSTA, новые выпуски CLO в США в прошлом году составили около \$191 млрд, а суммарная эмиссия с учетом реструктуризаций и рефинансирования — \$465 млрд. В Европе было закрыто 92 сделки и выпущено CLO на сумму около €39 млрд.

синдикатов, как правило, банки с государственным участием, обычно приходилось не более 10–25% объема выдач. Кредитная документация подчинялась английскому праву и готовилась на базе стандарта Loan Market Association (LMA).

Последствием кризиса 2008–2009 гг. стало почти десятикратное сокращение объема российского рынка синдицированного кредитования за два года, что было связано с приостановкой участия иностранных банков. Критическая зависимость размера рынка от финансовых шоков сохраняется и в настоящее время. Для сравнения можно отметить сходные, но менее острые процессы, имевшие место на глобальном (значительно более глубоком) рынке. В кризисном 2009 году его объемы упали почти на 40% (с 4.9 до 3.1 трлн долл.), но уже со следующего года начали быстро восстанавливаться.

По итогам кризиса российский кредитный рынок изменил свое качество. Заемщики столкнулись с дефолтами, и синдицированные кредиты начали использоваться как инструмент реструктуризации. Всё большее число сделок подчинялось российскому праву, доля отечественных кредиторов в синдикатах заметно возросла. Одним из последствий стало преобладание кредитов «клубного» формата, когда сделка изначально заключается несколькими кредиторами — участниками синдиката, которые имеют устоявшиеся отношения с заемщиком. Причиной осторожного отношения заемщиков к широкой синдикации послужило неконструктивное поведение (оппортунизм) отдельных кредиторов в условиях кризиса. При этом возможности рыночного обращения долей в таких синдикатах ограничивались или исключались на уровне договорной документации. Дальнейшее сокращение участия иностранных кредиторов в российских синдицированных кредитах произошло по причине введения после 2014 г. экономических санкций в отношении России¹.

¹ Цехомский Н. В., Наумцева Е. И., Кудлай В. А., Бура А. Г. Финансирование участия в кредите: новый инструмент российского вторичного рынка синдицированного кредитования // Банковское дело, № 9–10, 2022.

В новых условиях участники рынка стали осознавать необходимость развития национального регулирования сделок синдицированного кредитования и необходимость разработки стандарта, основанного на российском праве. В 2011 г. Ассоциация банков России создала Комитет по синдицированному кредитованию, в который вошли представители более тридцати крупнейших банков. При поддержке ведущих международных юридических фирм, традиционно сопровождавших реализуемые в России сделки и накопивших большой опыт консультирования, комитетом в 2015 г. была разработана стандартная форма договора синдицированного кредита, подчиненная российскому праву. В 2023 году выпущена вторая редакция Стандарта². Одной из причин его совершенствования стало принятие в конце 2017 г. Закона о синдицированном кредите (займе).

Последнее десятилетие оказалось на российском рынке синдикаций эпохой «мегапроектов». Годовой объем новых сделок не достигал и половины исторических максимумов, а их число не превышало нескольких десятков. На этом фоне выделялись единичные синдикаты, суммы которых составляли многие миллиарды долларов и занимали до половины рынка³.

Полный уход из России иностранных кредиторов в 2022 году с передачей их долей в действующих синдикатах российским банкам поставил отечественный рынок перед новым вызовом — высокой концентрацией кредитного риска на крупнейших заемщиках. Ответом на него могло

² Разработанная Ассоциацией стандартная документация получила признание на рынке и широко используется, в том числе в сделках Фабрики проектного финансирования ВЭБ.РФ. Форма стандартного договора доступна на сайте Ассоциации банков России <https://asros.ru/projects/syndicated>.

³ По данным Cbonds.ru, в 2012–2013 гг. до 40% общего объема рынка (\$31 млрд) составили кредиты Роснефти, в 2016 г. 60% объема (\$19 млрд) — кредит проекта Ямал СПГ, в 2019 г. 40% объема (\$13 млрд) — кредит проекта Амурский ГПЗ, в 2021 г. 50% объема (\$20 млрд) — кредиты проектов АСПГ-2, Амурский ГХК, в 2024 г. почти половина объема (₽1.7 трлн) пришлось на кредитную линию проекта «Две столицы — ВСМ».

бы стать развитие современного инструментария как в секторе синдицированного кредитования, так и секьюритизации.

НОВАЯ ЗАДАЧА — СНИЖЕНИЕ КРЕДИТНОЙ КОНЦЕНТРАЦИИ

Логично, что первым, кто отреагировал на новое состояние кредитного рынка, стал регулятор — Банк России. Летом 2024 года он выпустил доклад для общественных консультаций «Регулирование рисков кредитной концентрации», в котором конкретизировал и развил идеи, направленные на развитие рынка синдицированного кредитования¹. Как отмечается в этом документе, синдицирование является эффективным инструментом распределения кредитного риска и, соответственно, снижения уровня концентрации. Это особенно актуально при кредитовании крупных проектов и компаний. Для развития этого инструмента, по мнению регулятора, нужны единые унифицированные стандарты/параметры кредитования. Понятные и унифицированные правила участия и относительная легкость замены кредиторов в синдикате могут повысить ликвидность таких кредитов, что, соответственно, расширит круг потенциальных инвесторов.

Согласно идее регулятора, соответствующие стандарту синдицированные кредиты смогут учитываться в высоколиквидных активах (ВЛА) при расчете нового национального норматива краткосрочной ликвидности (ННКЛ). В настоящее время Банк России разрабатывает ННКЛ с учетом более широкого круга активов, которые могут быть использованы для привлечения денежных средств, нежели действующий норматив по Базелю III. В состав высоколиквидных активов на уровне ВЛА-3 помимо облигаций планируется включать только синдицированные кредиты высоконадежным заемщикам с рейтингами (если они соответствуют базовым принципам, указанным выше) с учетом их потенциально более высокой по сравнению с обычными кредитами ликвидностью. Максимальная

доля таких кредитов в общем объеме ВЛА сможет составить 20% (при этом кредиты будут включаться с учетом дисконта к их стоимости в размере 50%). Внедрение нового норматива ожидается с 1 января 2026 года.

Кроме того, Банк России оценивает возможность снижения дисконтов при рефинансировании в Банке России стандартных синдицированных кредитов. Потенциально регулятор видит основания для снижения дисконтов по ним в сравнении с двусторонними кредитами в силу предполагаемо большей ликвидности за счет стандартизированной документации, что создаст дополнительные стимулы для синдицирования и, как следствие, диверсификации кредитного риска.

Тем самым просматриваются контуры так называемого стимулирующего регулирования на рынке синдицированного кредитования, а центральной темой обсуждения стали критерии «простого» (стандартного) синдиката, который сможет претендовать на указанные выше регуляторные льготы. Соответствие этим критериям должно подтверждать более высокую ликвидность и надежность этого кредита. Важной задачей представляется также увязывание новых критериев с разработанным Ассоциацией стандартным договором синдицированного кредита.

«ПРОСТОЙ» СИНДИКАТ КАК БАЗОВЫЙ АКТИВ CLO

В конце 2024 года критерии «простого» синдиката были включены в проект нового нормативного акта Банка России, регулирующего новый норматив краткосрочной ликвидности. Примечательно, что большая часть из них так или иначе соответствует требованиям к базовому активу для сделок CLO.

Основным требованием, призванным обеспечить надежность «простого синдиката», является наличие кредитного рейтинга. При этом споры возникают относительно количества таких рейтингов и дополнительных ограничений (например, наличия оценки собственной кредитоспособности, ОСК). Банковское сообщество предложило отказаться от отнесения

¹ https://cbr.ru/analytics/d_ok/Consultation_Paper_28062024. См. стр. 41–43.

заемщика к инвестиционному классу в соответствии с пп. 3.3.4 п. 3.3 Инструкции ЦБ РФ №199-И, что предполагает наличие двух рейтингов и ОСК. По мнению банков, достаточным было бы требовать наличия у заемщика соответствующего уровня кредитного рейтинга, присвоенного одним кредитным рейтинговым агентством, и/или соответствующего качества обеспечения в виде поручительства, гарантии, залога. Ряд качественных заемщиков на рынке синдицированного кредитования не имеют долевых или долговых ценных бумаг, допущенных организатором торговли к организованным торгам и включенных в котировальный список, что необходимо для отнесения к инвестиционному классу.

Ключевой признак ликвидности кредитного требования — наличие в договоре условия о праве участника синдиката передавать свои права (требования) без согласия заемщика. Однако сформулированное максимально широко это требование фактически блокирует признание действующих синдикатов простыми. В подавляющем большинстве заключенных договоров синдицированного кредита установлено право заемщика на согласование новых участников синдикатов. С одной стороны, в рамках сложившейся в России культуры синдицированного кредитования (с учетом предшествующего кризисного опыта) заемщики стремятся сохранять контроль за составом синдиката, что в будущем может упростить им возможные переговоры о реструктуризации долга. С другой стороны, при наличии интереса со стороны банка — участника синдиката уступить долю в кредите у заемщика чаще всего отсутствуют возражения против такой уступки (либо согласуется новый, приемлемый для заемщика участник).

Дискуссии о компромиссной формулировке соответствующего условия продолжают. По мнению банков, было бы достаточно указать, что согласие других кредиторов на уступку прав требований по договору не требуется, в рамках кредитной документации предусмотрен механизм, позволяющий

осуществлять согласование уступки прав требований по кредитному договору с заемщиком прочих лиц, и, кроме того, уступка прав требований аффилированным лицам заемщика не допускается, за исключением случаев, когда такая уступка не дает право голосования/принятия решения в составе синдиката. Согласие заемщика и иных должников на уступку прав требований по договору может не требоваться при наступлении дефолта, уступке в адрес финансовой организации с кредитным рейтингом не ниже определенного уровня, а также в иных случаях, прямо предусмотренных в кредитном договоре.

Напомним, что специализированное финансовое общество (СФО) вправе выступать участником синдиката кредиторов в соответствии с ч. 11 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг. Таким образом, при наличии соответствующего портфеля и коммерческих предпосылок выпуск российских CLO не встречает законодательных ограничений. Более того, в настоящее время Государственная Дума обсуждает поправки, которые наделяют СФО также полномочиями становиться стороной соглашения о финансировании участия в кредите (займе).

В соответствии с идеей Банка России предлагается также установить, что кредиторами по договору «простого» синдицированного кредита (займа) являются не менее трех не связанных между собой лиц, а доля одного участника синдиката не превышает 50% от величины синдицированного кредита. Со своей стороны, банки ратуют за смягчение этих условий. Текущей особенностью российского рынка синдикатов является его клубный характер. Изменение этого качества требует времени. В связи с этим предлагается установить переходный период (до трех лет), по истечении которого число участников синдиката может не превышать двух при максимальной доле одного кредитора до 80%.

Интерес банков к «простым» синдицированным кредитам подталкивает программы широкой синдикации, о которых уже заявили крупнейшие участники рынка. Речь идет о синдикатах, предоставляемых крупным заемщикам на об-

щекорпоративные цели сроком до 3 лет. Банкам-кредиторам участие в программе позволит диверсифицировать риски, повысить ликвидность кредитного продукта, включить требования по кредиту в состав высоколиквидных активов (ВЛА-3), а также расширить клиентскую базу. Заемщик диверсифицирует кредитный портфель при сохранении простого механизма администрирования кредита через единое «окно» в виде кредитного управляющего.

Как показал опрос Сбера, 14 из 22 опрошенных банков из ТОП-40 банков (по капиталу) готовы участвовать в синдикатах с долей от ₽3 млрд при размере одной сделки до ₽70 млрд¹. Снятие некоторых существующих ограничений будет возможно при упрощении документации и расширении опыта синдикаций у небольших банков.

¹ См. доклад О. С. Лыковой на III Российском Форуме Финансового Рынка 13 марта 2025 года.

Для этого важно продолжить дискуссию с Банком России относительно критериев «простого» синдиката и внедрять дополнительные меры по его стимулированию. Не менее важным видится также повышение доверия к этому продукту со стороны заемщиков, в том числе сближение позиций банков и заемщиков по вопросу свободы уступки требований.

Таким образом, уже в течение 2026 года может сформироваться нормативная и коммерческая основа для проведения российских сделок CLO-секьюритизации, в основе которых будут лежать портфели синдцированных кредитов. Такой тренд отвечает интересам и регулятора, ратующего за более равномерное распределение кредитного риска, и участников рынка, заинтересованных в развитии нового инструментария и расширении базы инвесторов. Промежуточным решением могло бы стать проведение новых сделок Middle-Market CLO.

Market & Reference Data

в структурированном
виде

Cbonds
API

Глобальное
покрытие:
вся информация
**по облигациям,
акциям, ПИФ,
ETF, деривативам
и эмитентам**

Многоуровневая
**верификация
данных**

90%
топ-30
банков РФ —
наши клиенты

Историческая
глубина
более 40 лет

**Готовые
коробочные
решения**
от партнеров-
разработчиков

Наши партнеры:
**НРА, ЦБ, MOEX,
Deutsche Börse,
LSE, SIX Group**

**Наши данные
используются:**

- при расчете и оценке рисков
- для учета финансовых инструментов
- в оценке портфеля ценных бумаг
- при сборе и анализе больших массивов данных

**Подключение
в течение
одного дня!**

Форматы



Реклама

database@cbonds.info | +7 (812) 336-97-21, доб. 174

The background is dark gray with several overlapping hexagons in shades of brown, tan, and gray. A large, light-orange hexagon with a white border is the central focus, containing the text. To the right of this hexagon is a white outline of a hexagon. In the bottom right corner, there are white geometric shapes: a series of three parallel lines forming a corner, and a small white hexagon.

ABS
CMBS
RMBS

Инфраструктура
рынка
секьюритизации

Условия «ренессанса» рынка многотраншевой секьюритизации: итоги опроса банков



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



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



Максим БУЛГАКОВ,
директор
по рейтингам
структурированного
финансирования,
«Эксперт РА»

В 2024 году рынок многотраншевой секьюритизации показал рост: увеличились как количество банков-оригинаторов (с 4 до 6), так и анонсированный объем выпусков (с 15 до 45 млрд рублей), что сопоставимо с максимумом за последние 8 лет. Несмотря на низкий спрос со стороны институциональных инвесторов и высокие ставки, банки не отказываются от проведения сделок секьюритизации с учетом задач разгрузки капитала и привлечения дополнительной ликвидности. Итоги опроса¹, проведенного «Эксперт РА» среди банков, свидетельствуют о скором наступлении полноценного «ренессанса» рынка многотраншевой секьюритизации: 12 из 17 оригинаторов планируют провести сделки в перспективе 2025–2026 гг. общим объемом до 700 млрд рублей.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ — ОСНОВНОЙ ДРАЙВЕР РЫНКА

В 2024 году состоялось 9 выпусков многотраншевой секьюритизации, количество оригинато-

¹ В анкетировании приняли участие ПАО «Сбербанк», Банк ВТБ (ПАО), Банк ГПБ (АО), АО «Альфа-Банк», ПАО «Банк ПСБ», ПАО «Московский кредитный банк», АО «ТБанк», ПАО «Совкомбанк», ПАО «Банк «Санкт-Петербург», ПАО «АК БАРС» БАНК, АО АКБ «НОВИКОМБАНК», АКБ «Абсолют Банк» (ПАО), АО «Банк Синара», АО «Авто Финанс Банк», АО «МСП Банк», АО «Банк БЖФ», ООО «ПКО «Национальная фабрика ипотеки».

Рисунок 1. 12 из 17 опрошенных банков планируют провести сделки секьюритизации в 2025–2026 гг.

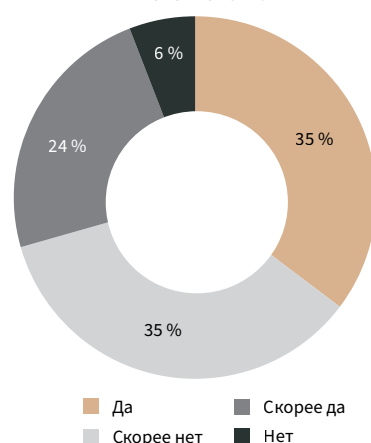
Количество originаторов

Примечание: количество originаторов без учета originаторов-коллекторов в сделках секьюритизации NPL-кредитов.



Источник: «Эксперт РА» по данным Cbonds и анкетирования originаторов

Планы по секьюритизации в 2025–2026 гг.



Источник: «Эксперт РА» по данным анкетирования originаторов

ров выросло с 4 до 6, анонсированный объем выпусков — с 15 до 45 млрд руб., что близко к максимуму с 2017 года. В минувшем году основным драйвером, как и последние 4 года, стала секьюритизация необеспеченных потребительских кредитов, доля которой в анонсированном объеме составила 83%. В 2024 году свои дебютные сделки по секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов провели Сбербанк и Яндекс Банк, о своих планах проводить сделки секьюритизации потребительских кредитов заявляли другие крупные банки.

12 из 17 originаторов, принявших участие в анкетировании «Эксперт РА», планируют провести сделки многотраншевой секьюритизации на горизонте 2025–2026 гг. Исходя из планов участников, максимальный объем выпусков в ближайшие 2 года может составить 700 млрд рублей. Заявленные объемы сделок многотраншевой секьюритизации на 2025–2026 гг. варьируются в диапазоне от 3 до 200 млрд руб. при среднем значении — 59 млрд руб.

Участники рынка планируют сделки многотраншевой секьюритизации ипо-

точных кредитов, а также потребительских кредитов и автокредитов. При этом крупные банки (с объемом активов на конец 2024 года более 3 трлн руб.) делают ставку на необеспеченные потребительские кредиты, а остальные originаторы — в основном на ипотечные выпуски. Опрошенные банки низко оценили вероятность проведения сделок секьюритизации отдельных корпоративных кредитов, в том числе в рамках ГЧП, а также просроченных розничных портфелей.

МОТИВЫ И СТОП-ФАКТОРЫ СДЕЛОК ЗАВИСЯТ ОТ РАЗМЕРА ORIGINАТОРА

Основной мотивацией у крупных банков для проведения сделок многотраншевой секьюритизации является разгрузка капитала, в то время как для остальных участников ключевой является возможность привлечь ликвидность на выгодных условиях и диверсифицировать источники фондирования. Также крупные банки отметили выпуск обеспеченных облигаций как инструмент расширения линейки инвестиционных продуктов для своих клиентов.

Все участники рынка отмечают высокую ставку как один из ключевых ограничителей для проведения сделок секьюритизации.

Оценка типов активов для целей секьюритизации, балл от 1 до 5



Рисунок 2

Крупные банки планируют секьюритизировать необеспеченные потребительские кредиты, остальные originаторы — ипотеку

Источник: «Эксперт РА» по данным анкетирования originаторов

Примечание: статистика ответов originаторов на вопрос: «Если у вашей организации есть планы по проведению сделок многотраншевой секьюритизации в перспективе 2025–2026 гг., оцените по 5-балльной шкале (где «1» — наименее перспективный, а «5» — наиболее перспективный) типы активов, с которыми возможны сделки». Крупные originаторы — банки с объемом активов на конец 2024 года более 3 трлн руб., прочие originаторы — с активами менее 3 трлн руб.

Рисунок 3. Значимость факторов, влияющих на принятие решения о проведении сделки многотраншевой секьюритизации

Источник: «Эксперт РА» по данным анкетирования originаторов

Мотивы секьюритизации, балл от 1 до 5



Ограничения секьюритизации, балл от 1 до 5



Примечание: статистика ответов originаторов на вопрос: «Если у вашей организации есть планы по проведению сделок многотраншевой секьюритизации в перспективе 2025–2026 гг., оцените по 5-балльной шкале (где «1» — наименее важный, а «5» — наиболее важный) основные мотивы».

Примечание: статистика ответов originаторов на вопрос: «Оцените по 5-балльной шкале (где «1» — наименее важный, а «5» — наиболее важный) факторы, которые являются ограничителями для вашей организации при принятии решения о проведении сделки многотраншевой секьюритизации».

Крупные originаторы — банки с объемом активов на конец 2024 года более 3 трлн руб., прочие originаторы — с активами менее 3 трлн руб.

Вместе с тем сдерживающие факторы, которые отметили крупные банки, касаются отсутствия спроса у институциональных инвесторов, ограниченных возможностей для РЕПО, а также невозможности экономии на капитале по МСФО. Остальные участники в качестве более значимого ограничения выделили высокую стоимость инфраструктуры при проведении сделок секьюритизации. При этом никто из originаторов не рассматривает в качестве стоп-факторов необходимость проведения IT-доработок, привлечения дополнительных кадровых ресурсов, отбора портфеля для сделки и раскрытия информации по портфелю и внутренним процессам в рамках сделки.

**ЧТО ПРЕПЯТСТВУЕТ РАСШИРЕНИЮ
ИНВЕСТИТОРСКОЙ БАЗЫ:
МНЕНИЯ ОРИГИНАТОРОВ
И ИНВЕСТИТОРОВ РАЗДЕЛИЛИСЬ**

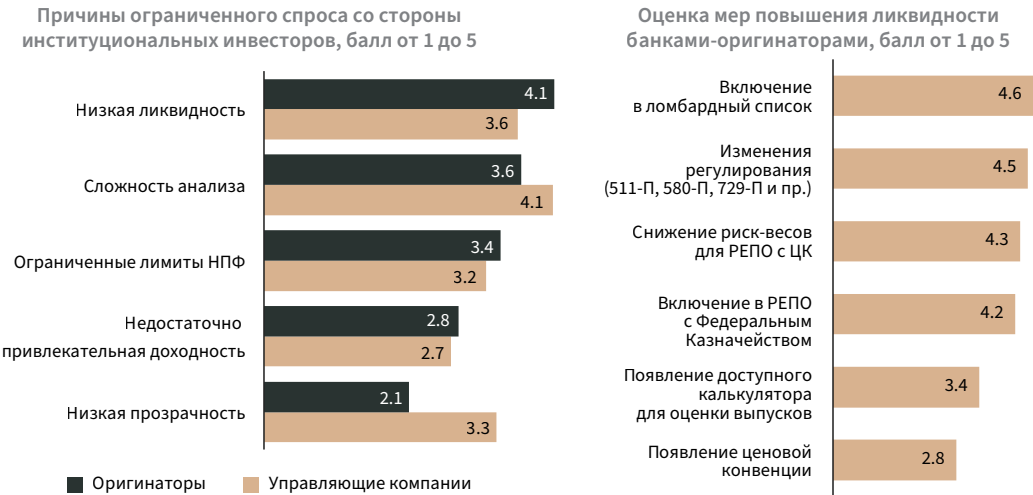
Банки видят основные причины ограниченного спроса на инструменты мно-

готраншевой секьюритизации со стороны институциональных инвесторов в низкой ликвидности выпускаемых облигаций. Решение этой проблемы участники рынка связывают прежде всего с изменением регулирования и расширением возможностей для проведения сделок РЕПО с Банком России, Центральным Контрагентом и Федеральным Казначейством. Несмотря на то, что снижение риск-весов с ЦК было отмечено как важная мера повышения ликвидности, а сложность оценки выпусков — один из ограничителей для инвесторов, такие меры, как создание доступного калькулятора и ценовой конвенции для расчета денежных потоков по сделкам, не рассматриваются банками в качестве приоритетных.

«Эксперт РА» в рамках анкетирования также задал такой же вопрос управляющим компаниям о причинах низкого спроса на выпуски многотраншевой

Рисунок 4. Банки-оригинаторы и управляющие компании по-разному оценивают сдерживающие факторы для институциональных инвесторов

Источник: «Эксперт РА» по данным анкетирования originаторов и управляющих компаний



Примечание: статистика ответов originаторов и управляющих компаний на вопрос: «Оцените по 5-балльной шкале (где «1» — наименее приоритетный, а «5» — наиболее приоритетный) основные причины ограниченного спроса на инструменты многотраншевой секьюритизации со стороны институциональных инвесторов».

Примечание: статистика ответов originаторов на вопрос: «Оцените по 5-балльной шкале (где «1» — наименее приоритетный, а «5» — наиболее приоритетный) меры повышения ликвидности выпусков многотраншевой секьюритизации».

секьюритизации. Низкая ликвидность, которую выделили банки, уступила фактору сложности анализа сделок секьюритизации с точки зрения прогнозирования будущих денежных потоков и их рисков. Также третьим по значимости фактором УК назвали низкую прозрачность сделок многотраншевой секьюритизации, в то время как банки-оригинаторы отдали за него меньше всего голосов. Таким образом, наблюдается разрыв между оригинаторами и институциональными инвесторами с точки зрения восприятия достаточности раскрываемых данных и имеющихся инструментов для анализа выпусков многотраншевой секьюритизации. Ограниченность лимитов НПФ, которую часто в дискуссиях банки-оригинаторы выделяют в качестве ключевого стоп-фактора инвесторского спроса, не вошла в тройку лидеров ответов УК.

В условиях ограниченного спроса со стороны институциональных инвесторов текущая инвесторская база таких бумаг представлена банками и квалифи-

цированными частными инвесторами. При этом 50% из опрошенных банков, планирующих проведение сделок многотраншевой секьюритизации на горизонте 2025–2026 гг., готовы выступать также и инвесторами в таких сделках.

Согласно проекту расчета национального норматива ликвидности, выпуски секьюритизации с рейтингом ruAAA.sf будут включаться в категорию ВЛА-2 для СЗКО с 2026 г. при условии, что доля инвестора не превышает 20% от объема выпуска. Такое регулирование и сами условия рынка будут стимулировать банки обмениваться своими секьюритизационными бумагами, что должно создавать условия для формирования ликвидности. Вместе с ростом ликвидности станет более вероятен пересмотр условий РЕПО с ЦК. Это вместе с повышением прозрачности сделок за счет увеличения объема раскрываемых данных, а также доступными для инвесторов онлайн-инструментами оценки ценовых параметров выпусков обеспечит приход на рынок институциональных инвесторов.

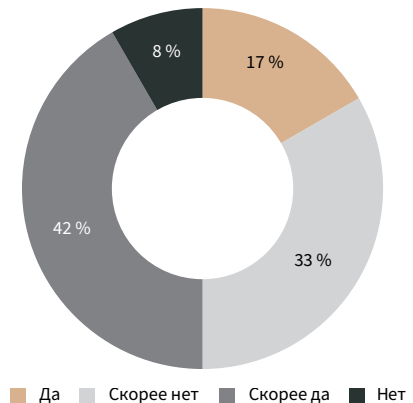
Рисунок 5. Текущая инвесторская база сделок многотраншевой секьюритизации ограничена частными инвесторами и банками

Источник: «Эксперт РА» по данным анкетирования оригинаторов

Оценка текущей инвесторской базы, балл от 1 до 5



Планы оригинаторов, готовых к своим сделкам, по инвестированию в инструменты секьюритизации



Примечание: статистика ответов оригинаторов на вопрос: «Оцените по 5-балльной шкале (где «1» — наименее активный, а «5» — наиболее активный) текущую инвесторскую базу облигаций, выпускаемых в рамках сделок многотраншевой секьюритизации».



Надежда ЛЕБЕДЕВА,
руководитель юридической
практики, Trewetch Group

К вопросу о погашении выпуска облигаций СФО физической поставкой базового актива (паев)

СФО используются для структурирования и переупаковки самых различных базовых активов, в том числе паев. При этом всё чаще условия выпуска структурных облигаций предусматривают имущественные выплаты по ним.

Законодатель предусмотрел, что облигация может закреплять право ее владельца на получение в предусмотренный в ней срок от эмитента облигации ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Таким имущественным эквивалентом могут быть, например, права требования и ценные бумаги, в том числе иные облигации и паи.

Физическая поставка имущественного эквивалента при погашении структурных облигаций СФО может быть сопряжена с рядом трудностей, в том числе

с невозможностью для эмитента обойтись без обязательных действий со стороны владельца облигаций по принятию передаваемого ему неденежного актива с тем, чтобы облигации были погашены в срок.

Рассмотрим, к примеру, передачу паев в счет погашения структурных облигаций не по требованию отдельных владельцев, а всего выпуска и то, с какими препятствиями сталкивается СФО при этом и как их преодолевает.

Следует отметить, что на этапе структурирования сделки желательно смоделировать то, как СФО будет передавать паи. Так, надо как минимум убедиться в том, что если на одну погашаемую облигацию или одного владельца облигаций будет приходиться дробное количество паев, то эта дробная часть пая такова, что, во-первых, дробь не уходит в период, а, во-

вторых, поручение на передачу дробной части пая заведомо исполнимо с учетом количества знаков после запятой. К примеру, если количество знаков более 6, поручение не сможет быть исполнено и потребует округления. В таком случае не исключены претензии от отдельных владельцев облигаций об ущемлении их прав и неравном распределении имущественных выплат. Данный момент важно учитывать при структурировании сделки и определении количества размещаемых облигаций выпуска и количества паев / дробной части пая, которая будет передаваться в счет погашения облигации.

На данный момент действующее законодательство не предусматривает каскадный метод передачи ценных бумаг как неденежной выплаты при погашении облигаций. Это означает, что СФО не сможет передать паи вернееуровневым депонентам / номинальным держателям с тем, чтобы они далее спустили ценные бумаги до конечного владельца, как при денежных выплатах при погашении облигаций. Ситуация осложняется тем, что эмитент должен передать паи именно конечному владельцу облигаций, который являлся таковым на конец операционного дня, предшествующего дате погашения, и именно этот конечный владелец, а не его номинальный держатель должен принять этот пай. Таким образом, от владельца облигаций необходимо поручение на прием ценных бумаг, передаваемых эмитентом в счет погашения облигаций.

При этом достаточно даже одного владельца, не подавшего поручение или подавшего с ошибкой, чтобы весь выпуск облигаций юридически «завис», оставаясь непогашенным до момента передачи паев всем владельцам облигаций. Законодатель не предусматривает возможность при погашении облигации НЕ по требованию владельцев облигаций погашать определенное количество облигаций (то есть облигаций тех, кто принял имущественный эквивалент в счет погашения облигаций). Получается, семеро одного не ждут не всегда. И эти «семеро» в моменте (до погашения выпуска) владеют как облигациями, так и переданными им паями, что может повлечь и налоговые последствия. Поэтому для СФО крайне

важно максимально быстро осуществить неденежную выплату всем владельцам, чтобы не были ущемлены интересы ни эмитента, ни добросовестных владельцев, своевременно и должным образом подавших поручения на прием паев.

Важно отметить, что эмитенту надо сначала установить владельца облигаций, имеющего право на получение выплат при погашении облигаций, чтобы ему передать паи, а это значит, в свою очередь, что эмитент должен заказать и очень оперативно получить список владельцев облигаций для целей погашения, а он формируется не ранее даты погашения, поскольку данные необходимы исключительно по состоянию на конец операционного дня, предшествующего дате погашения. Здесь без максимального сотрудничества на стороне как центрального депозитария, так и всех его депонентов, раскрывающих данные до конечного владельца, СФО никак не обойтись.

Таким образом, на взаимодействие с владельцами облигаций и передачу им паев у эмитента всего один день, точнее, половина дня с момента получения списка, даже если список будет получен эмитентом максимально быстро в первой половине рабочего дня даты погашения благодаря оперативной и слаженной работе депозитариев на всех уровнях.

Получается как в старом добром мультфильме:

— Уф!.. Я полдня за ним бегал, чтобы сфотографировать!

— Это еще что! Ты за ним еще полдня бегать будешь!

— Это еще зачем?

— А чтоб фотографию отдать!

Очевидно, что при всех обозначенных вводных вероятность того, что эмитент не сможет передать ценные бумаги 100% владельцам облигаций в дату погашения по причинам, не зависящим от эмитента, достаточно высока: например, владелец облигаций может не подать поручение на прием бумаг либо допустить при выполнении поручения ошибки, не позволяющие исполнить операции по передаче ценных бумаг.

Конечно, СФО может и даже должно предпринять все возможные меры для минимизации количества таких владельцев

облигаций, и здесь без деятельного участия как брокера на стороне самого СФО, так и его сервисного агента при наличии такого не обойтись.

В качестве одного из возможных вариантов сокращения количества таких «потерянных» облигационеров СФО рекомендуется четко регламентировать и проводить информирование владельцев облигаций о порядке их действий для получения паев в счет погашения облигаций как на уровне решения о выпуске, так на уровне дополнительно раскрываемой информации в сети Интернет в виде сообщений, так и в виде дополнительной рассылки через НРД в рамках корпоративного действия по погашению облигаций. До сведения владельцев облигаций необходимо донести информацию о том, какое надо подать поручение на прием паев и с какими существенными условиями: дата расчета (плановая дата погашения облигаций), реквизиты, основание операций, количество принимаемых паев / дробной части пая. Рекомендуется подавать эти поручения ДО даты погашения с тем, чтобы была возможность исправить поручение, а также предоставить данные эмитенту для подачи встречного поручения. Здесь СФО, конечно, всё равно не избежать повторной проверки всех данных с учетом конечного списка лиц, имеющих право на неденежную выплату при погашении облигаций. Во избежание злоупотреблений со стороны владельцев облигаций рекомендуется просить владельцев облигаций с момента подачи поручения на прием паев добровольно блокировать операции либо принимать на себя обязательство не отчуждать облигации. К сожалению, при погашении облигаций не по требованию владельца облигаций операции по ним автоматически не блокируются. Возможно, законодателю следовало бы предусмотреть такой же механизм и при плановом погашении, и при погашении облигаций по усмотрению эмитента, если владелец облигаций согласен на получение имущественной выплаты и подал поручение на прием ценных бумаг. Иначе злоупотребления на стороне инвесторов исключить невозможно.

Но даже максимальные усилия по заблаговременному сбору поручений на прием паев при погашении структурных облигаций и сверхинтенсивная и оперативная работа всех элементов: как СФО, так и депозитария и брокера, в саму дату погашения не могут гарантировать, что все паи будут переданы в дату погашения облигаций всем владельцам облигаций по причинам на стороне кредитора (в силу его бездействия или просрочки).

В соответствии с пунктом 1 статьи 406 ГК РФ кредитор считается просрочившим, если он отказался принять предложенное должником надлежащее исполнение или не совершил действий, предусмотренных законом, иными правовыми актами или договором либо вытекающих из обычаев или из существа обязательства, до совершения которых должник не мог исполнить своего обязательства.

В таком случае, принимая во внимание п. 1 статьи 406 ГК РФ, представляется в целях оперативного погашения всего выпуска облигаций, что важно как для эмитента, так и для тех владельцев облигаций, которые добросовестно приняли паи как неденежную выплату при погашении облигаций, эмитент вправе зафиксировать уклонение от принятия исполнения либо просрочку исполнения на стороне кредитора (то есть отдельных владельцев облигаций, не подавших поручения на прием паев или подавших с ошибками или с нарушением срока, в результате чего паи не были переведены на их счет). Данная квалификация бездействия или ненадлежащего действия на стороне кредитора позволяет эмитенту применить общее правило, предусмотренное пунктом 1 статьи 327 ГК РФ, согласно которому **должник вправе внести причитающиеся с него деньги или ценные бумаги в депозит нотариуса**.

Статья 327 ГК РФ содержит **исчерпывающий перечень оснований¹** для исполнения обязательства путем внесения долга в депозит. Одно из данных оснований

¹ Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 22.11.2016 № 54 «О некоторых вопросах применения общих положений Гражданского кодекса Российской Федерации об обязательствах и их исполнении».

заключается в том, что **обязательство не может быть исполнено должником вследствие уклонения кредитора от принятия исполнения или иной просрочки с его стороны.**

Должник должен представить нотариусу доказательства уклонения кредитора от принятия исполнения. В отсутствие этого «должник не вправе внести денежные средства в депозит нотариуса, что свидетельствовало бы о злоупотреблении правом со стороны должника (ст. 10 ГК РФ)»¹.

Внесение ценных бумаг в депозит нотариуса считается исполнением обязательства должника. Нотариус, в депозит которого внесены ценные бумаги, извещает об этом кредитора.

В случае начисления дохода по переданным в депозит нотариуса ценным бумагам право на получение такого дохода за период их нахождения в депозите принадлежит кредитору, получившему ценные бумаги из депозита. В случае возврата внесенных в депозит нотариуса ценных бумаг должнику по его требованию (пункт 3 статьи 327 ГК РФ), право на получение указанного дохода принадлежит должнику.

Немаловажно отметить при этом, что возврат имущества, внесенного в депозит нотариуса, должнику допускается по основаниям, предусмотренным гражданским законодательством, или по решению суда. Пунктом 3 статьи 327 ГК РФ установлено, что должник вправе потребовать возврата ему внесенных в депозит ценных бумаг, а также дохода по ним во всякое время до получения их кредитором. В случае возврата должнику имущества должник не считается исполнившим обязательство. При этом нотариус не вправе возвращать денежные средства и ценные бумаги должнику, если от кредитора поступило заявление об их получении².

Однако представляется, что в случае передачи паев в счет погашения облигаций СФО как эмитент этого права лишается с момента проведения записи о погашении выпуска облигаций: договорные отношения владельца облигаций и эмитента этим прекращены. В противном случае на стороне эмитента будет злоупотребление правом и неосновательное обогащение.

Исходя из положений ст. 10 ГК РФ, возврат имущества, внесенного в депозит нотариуса, невозможен, если это свидетельствует о явной недобросовестности должника. Например, при выкупе акций согласно ст. 84.8 Федерального закона от 26.12.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах» следует считать, что возврат денежных средств, внесенных в депозит нотариуса, после списания выкупаемых ценных бумаг с лицевых счетов их владельцев / с лицевых счетов номинальных держателей акций не допускается, поскольку его результатом может быть только неосновательное обогащение должника³. Полагаем, что данное разъяснение применимо и в рассматриваемом случае.

Порядок внесения денег и ценных бумаг в депозит нотариуса регламентирован Основами законодательства РФ о нотариате.

Ценные бумаги принимаются в депозит нотариусом по месту исполнения обязательства, то есть в рассматриваемом случае по месту нахождения эмитента.

Для внесения в депозит нотариуса ценных бумаг эмитент подает нотариусу заявление, в котором указывает:

- 1) сведения о себе (наименование, ОГРН, ИНН, адрес места нахождения);
- 2) известные ему сведения о кредиторе (в том числе место жительства или место нахождения), то есть о каждом владельце облигации, которому передаются паи / дробная часть;
- 3) основания внесения ценных бумаг в депозит нотариуса;
- 4) место исполнения обязательства.

Эмитенту как лицу, внесшему в депозит паи, нотариус в подтверждение их внесе-

¹ Постановление Президиума ВАС РФ от 21.08.2001 №1194/99 по делу №А40-31479/98-45-448.

² См. п. 55 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 22.11.2016 №54 «О некоторых вопросах применения общих положений Гражданского кодекса Российской Федерации об обязательствах и их исполнении».

³ См. Определение Верховного Суда Российской Федерации от 20.06.2016 по делу №310-ЭС16-6089.

ния выдает справку, оформленную на его личном бланке, заверенную подписью и оттиском печати с воспроизведением Государственного герба РФ.

Именно этот документ эмитент должен направить среди прочих централизованному депозитарию в подтверждение того, что ценные бумаги, в рассматриваемом случае — паи, переданы ВСЕМ владельцам облигаций, что в совокупности и будет документальным подтверждением исполнения эмитентом обязательства и основанием для погашения облигаций.

Учитывая, что СФО имеет ограниченный объем финансирования, нельзя не принять во внимание и размер нотариальных расходов при данном действии: 0.5% рыночной стоимости ценных бумаг, но не менее 1000 руб. Дополнительно оплачивается региональный тариф в установленном нотариальной палатой субъекта РФ размере.

Как разъяснил Верховный Суд РФ¹, если должник, используя право, предоставленное статьей 327 ГК РФ, внес в срок, предусмотренный обязательством, причитающиеся с него деньги в депозит нотариуса, денежное обязательство считается исполненным своевременно (пункт 2 статьи 327 ГК РФ) и проценты, в том числе предусмотренные статьей 395 ГК РФ, на сумму долга не начисляются. При возвращении должнику денежных средств, внесенных в депозит, обязательство не считается исполненным (пункт 3 статьи 327 ГК РФ), и проценты, предусмотренные статьей 395 ГК РФ, подлежат начислению на сумму долга со дня возникновения просрочки, включая период нахождения денежных средств на депозите.

Полагаем, данное правило не должно применяться к случаям передачи эмитентом владельцам облигаций, уклонившимся от принятия ценных бумаг или допустившим просрочку при их принятии, паев, если такие паи переданы в депозит нотариуса на следующий рабочий (опера-

ционный) день после даты планового погашения облигаций, так как, по сути, это первый возможный день, когда уклонение или просрочка кредитора могут быть зафиксированы, и только с этого момента эмитент вправе передать ценные бумаги в депозит нотариуса.

В таком случае для усиления позиции СФО рекомендуется заявление о передаче паев нотариусу планировать на самое начало операционного дня, непосредственно следующего за плановой датой погашения облигаций, с тем чтобы НЕ вставал вопрос о выплате эмитентом также процентов за несвоевременное исполнение обязательства. Конечно, к этому моменту у нотариуса уже должен быть открыт депозитный счет депо, так как велика вероятность, что регистратор не сможет открыть депозитный лицевой счет нотариусу.

Правлением ФНП утверждены методические рекомендации по совершению депозитных операций², с которыми эмитенту рекомендуется ознакомиться.

Приведем отдельные положения из данных методических рекомендаций:

- При внесении имущества в депозит отношения между нотариусом, депонентом (должником) и кредитором (бенефициаром) регулируются требованиями ГК РФ, законодательства о нотариате (ст. 87 и 88 Основ), иных законодательных актов.

- Внесение имущества в депозит нотариуса допускается только при наличии оснований, предусмотренных федеральным законом. Использование депозита нотариуса в иных случаях или для иных целей не допускается и рассматривается судебной практикой как злоупотребление правом³.

- Иные (отличные от установленных ГК РФ) условия внесения имущества в депозит могут быть предусмотрены федеральными законами, устанавливающими, в частности, иное место внесения имущества в депозит, иные основания, не связанные с уклонением кредитора от принятия исполнения обязательства

¹ Пункт 44 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 24.03.2016 №7 (ред. от 22.06.2021) «О применении судами некоторых положений Гражданского кодекса Российской Федерации об ответственности за нарушение обязательств».

² Утв. решением Правления ФНП от 19.07.2021, протокол №11/21.

³ Апелляционное определение Московского областного суда от 06.11.2013 по делу №33-9207.

или с отсутствием определенности по поводу того, кто является кредитором, а в некоторых случаях устанавливающих внесение имущества в депозит в качестве обязанности, а не права должника.

Следует отметить, что ФЗ о РЦБ отдельных особых норм на этот счет не предусматривает.

- Учитывая требования статей 309, 312 ГК РФ, предусматривающих, что обязательства должны исполняться надлежащим образом в соответствии с условиями обязательства и требованиями закона, иных правовых актов, то есть непосредственно кредитору или иному управомоченному кредитором лицу в порядке, указанном в обязательстве, кредитор вправе не принять исполнение, если условия для внесения имущества в депозит отсутствовали.

- Внесенные в депозит нотариуса ценные бумаги считаются принадлежащими кредитору с момента получения им указанного имущества из депозита¹.

- Действующее законодательство не обязывает нотариуса проверять достоверность и обоснованность предоставленных депонентом сведений об обязательстве и об условиях внесения имущества в депозит. Вместе с тем необходимо учитывать, что целью нотариальной деятельности является предупреждение гражданско-правовых споров. Нотариат является органом бесспорной юрисдикции, и нотариус при совершении нотариальных действий может опираться только на бесспорные доказательства.

Учитывая изложенное, нотариус с целью обеспечения бесспорности совершаемого нотариального действия по принятию в депозит денежных средств вправе проверить наличие судебного спора в том числе путем обращения к информационной системе «Картотека арбитражных дел» на сайте федеральных арбитражных судов <http://kad.arbitr.ru>².

Таким образом, при наличии спора с владельцем облигаций СФО будет не вправе передать паи в депозит нотариуса в счет погашения облигаций.

- С учетом статьи 316 ГК РФ, если место исполнения обязательства не определено законом, иными правовыми актами или договором, не явствуется из обычаев либо существа обязательства, исполнение обязательства эмитентом по передаче ценных бумаг должно быть произведено по месту нахождения должника.

За исключением случая исполнения денежного обязательства об уплате наличных денег, место исполнения обязательства определяется на основании адреса кредитора, должника, банка или его подразделения по состоянию на момент внесения имущества в депозит.

Представляется, данные разъяснения применительно к передаче паев в счет погашения облигаций означают, что местом принятия исполнения может быть и адрес депозитария, которому эмитент подает поручение на передачу паев в счет погашения облигаций.

- Нотариус, принявший имущество в депозит, извещает об этом кредитора в порядке и по форме, предусмотренной Правилами нотариального делопроизводства.

Если объем сведений о кредиторе, имеющийся в распоряжении нотариуса, не позволяет нотариусу его известить либо внесение имущества в депозит производится ввиду очевидного отсутствия определенности по поводу того, кто является кредитором по обязательству, нотариус предупреждает депонента, что извещение кредитора нотариусом невозможно.

Это важный момент, так как крайне важно обеспечить, чтобы кредиторы (владельцы облигаций) были осведомлены о том, какому нотариусу переданы ценные бумаги в счет погашения облигаций с тем, чтобы у СФО не было сомнений в правомерности передачи паев в депозит. Для этого СФО рекомендуется осуществить как раскрытие информации о нотариусе, которому переданы ценные бумаги в депозит, так и доведение этих сведений до депонентов через НРД путем отдельной информационной рассылки

¹ Пункт 55 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 22.11.2016 №54 «О некоторых вопросах применения общих положений Гражданского кодекса Российской Федерации об обязательствах и их исполнении».

² Письмо Федеральной нотариальной палаты от 26.01.2024 №602/03-16-3.

или в рамках дополнительных материалов к корпоративному действию по погашению облигаций.

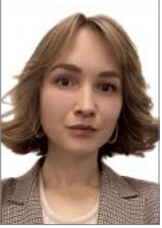
- Сторонами обязательства, исполнение которого производится депонированием имущества, могут быть любые субъекты гражданско-правовых отношений, если специальные запреты и ограничения не предусмотрены действующим законодательством (например, ограничения для лиц, в отношении которых возбуждено производство о банкротстве). Законодатель как для эмитентов в целом, так и для СФО в частности такие ограничения не предусматривает.

- Паи зачисляются на депозитный лицевой счет, если таковой может быть открыт нотариусу, или депозитарный счет депо нотариуса. Регистрация нотариального действия в реестре нотариальных действий производится после получения нотариусом от банка (реестродержателя, депозитария) сведений о поступлении на его публичный депозитный счет (депозитный лицевой счет, депозитный счет депо) ценных бумаг. При этом депоненту в подтверждение внесения имущества в депозит (принятия имущества на depo-

нирование) может быть выдана справка, как отмечено выше.

- Способы выдачи причитающихся кредитуру ценных бумаг должны соответствовать установленным законодательством правилам о порядке расчетов между участниками гражданско-правового оборота: передача паев с депозитного лицевого счета (депозитного счета депо), открытого у держателя реестра владельцев ценных бумаг (депозитария), производится на лицевой счет (счет депо) кредитора, указанный в требовании о выдаче депозита.

В настоящей статье мы затронули лишь отдельные аспекты этой многогранной темы, за бортом остались, например, налоговые аспекты на стороне владельцев облигаций. Цель данной статьи в привлечении внимания законодателя к тому, что каскадный подход был бы востребован при имущественных выплатах, или как минимум точечные правки, минимизирующие риски как на стороне эмитента, так и владельца облигаций, подсвеченные нами, а пока СФО успешно проходят через все новые беспрецедентные ситуации.



Мария ЩЕРБИНИНА,
заместитель директора
департамента
сделок структурного
финансирования
и секьюритизации,
АО «СОЛИД Менеджмент»



Владимир ЛЕНТИЩЕВ,
директор департамента
сделок структурного
финансирования
и секьюритизации,
АО «СОЛИД Менеджмент»

Перспективы и актуальный опыт реализации сделок с использованием СФО и ЗПИФ

ВВЕДЕНИЕ

Прошедший 2024 год стал непростым не только для экономики страны, но и для управляющих компаний на рынке ценных бумаг. Открытые паевые инвестиционные фонды (ОПИФ) демонстрировали нестабильные показатели (как и фондовый рынок в целом) из-за резкого роста ключевой ставки Банка России, а управляющие компании испытывали жесткое давление в борьбе за прибыль. Иначе в стресс-периоде показали себя иные финансовые инструменты, а именно специализированные финансовые общества (СФО) и закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ). В настоящий момент Управляющая компания АО «СОЛИД Менеджмент» (УК «СОЛИД Менеджмент») имеет под управлением 37 СФО и около 40 ЗПИФ, общая оценка активов под управ-

лением по этим направлениям составляет приблизительно один триллион рублей. Сегодня СФО и ЗПИФ играют важную роль на современном финансовом рынке, предоставляя разнообразные услуги по финансированию и управлению активами. Их гибкость и возможность быстро реагировать на изменения в экономической среде делают их ключевыми игроками в реализации сделок различного уровня сложности.

ОПЫТ РЕАЛИЗАЦИИ СДЕЛОК В 2024 ГОДУ

Представляем вашему вниманию несколько определяющих факторов, которые сформировали высокую популярность данных структур среди заказчиков самых разных уровней. Итак, в данных сделках у заказчика появляется возможность:

Рисунок 1. Схема сделки с участием СФО и ЗПИФ

Источник: АО «СОЛИД Менеджмент»



1) Продолжать свою хозяйственную деятельность в рамках беспрецедентного международного санкционного давления на Российскую Федерацию: кредитоваться, направлять денежные потоки в соответствии со своими бизнес-планами, в том числе и в иностранные юрисдикции.

2) Не раскрывать цепочку владения / бенефициаров бизнеса.

3) Комфортно и эффективно проводить реструктуризации, где результатом будет выступать структура, схожая с холдинговой.

В прошедшем году УК «СОЛИД Менеджмент» запустила несколько самобытных и уникальных сделок, которые совместили в себе сразу 2 структуры: и СФО, и ЗПИФ. Это несколько более усложненная схема «репака» займа через СФО, которая уже известна и активно используется на рынке (Рисунок 1).

Обеспечение контроля заказчиком структуры осуществляется следующим образом.

На уровне СФО: решения принимаются управляющей компанией (УК) с согласия представителя владельцев облигаций (ПВО) и на основании Устава СФО.

На уровне устава: устав контролируется через участие представителя заказчика в органах управления учредителя СФО (некоммерческая организация (НКО) является 100% участником).

На уровне ЗПИФ: решения принимают инвестиционным комитетом и общим собранием пайщиков: СФО контролируется через получение резолюции от владельцев облигаций.

Выдача денежных средств осуществляется по счетам с контроль-акцептом заказчика (СФО) и специализированного де-

позитария (ЗПИФ). В сделке используются только счета, согласованные заказчиком.

Структура «СФО + ЗПИФ» в настоящий момент пользуется большим спросом, так как позволяет заказчику дать уверенный ответ на текущую геополитическую обстановку и продолжать свою хозяйственную деятельность.

В прошедшем году СФО как инструмент вновь активно использовалось для работы с дружественными юрисдикциями и заблокированными российскими активами. Энергично строились и тестировались механизмы владения ценными бумагами российскими инвесторами за периметром Российской Федерации. В частности, всё активнее идет работа с участниками рынка ценных бумаг Республики Казахстан, Объединенных Арабских Эмиратов, Республики Армения и т. д. Здесь СФО также помогает выстроить и реализовать нетривиальные денежные стримы, а также проекты, в которых элемент санкционности занимает определяющее положение.

ПЕРСПЕКТИВА СДЕЛОК В 2025 ГОДУ

I. FPI

В 2024 году АО «СОЛИД Менеджмент» было зарегистрировано в Совете по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) в качестве иностранного портфельного инвестора (Foreign Portfolio Investor, FPI) и получило лицензию FPI второй категории. В настоящий момент фондовый рынок Индии занимает 4-е место по капитализации, которая составляет около 4.6 трлн долларов США, а в ближайшие 15 лет ожидается рост его рыночной стоимости до 40 трлн. Стоит отметить, что достижение таких показателей возможно при условии повышения доверия

инвесторов и устойчивого развития экономики страны. Что касается перспектив развития рынка, то на сегодняшний день в Индии наблюдаются самые высокие темпы роста ВВП по сравнению с крупнейшими экономиками мира. Если ранее в стране преобладало сельское хозяйство, то в настоящее время акцент делается на сферы финансов, туризма и ИТ.

Лицензия FPI второй категории дает возможность осуществлять операции на местном рынке ценных бумаг и управлять активами клиентов на фондовых рынках Индии, позволяя открывать счета напрямую у индийских брокеров и других профессиональных участников, таких как банки и депозитариусы. Поэтому в условиях действующих санкций наличие FPI-лицензии открывает новые возможности для российских инвесторов по диверсификации своих портфелей по страновому признаку.

Сейчас нашей командой разрабатывается несколько продуктов с применением FPI:

А. Выпуск структурных облигаций с наполнением из различных ETF (Exchange Traded Funds), то есть биржевых инвестиционных фондов, которые получили широкое распространение в последние годы. Для инвестора в Индии ETF — это возможность преумножать капитал и получать пассивный доход. Они представляют собой корзину с акциями крупнейших компаний России и зарубежья, фонд отслеживает индексы выбранной биржи. Наш продукт предлагает российским инвесторам получать доход с помощью структурной бумаги, где ликвидность

ETF будет зашита в механику выплат, и тем самым доход будет транслироваться инвестору через «дополнительный доход» по инструменту.

В. Прямое участие в торгах на фондовой бирже. Инвестирование собственных средств УК либо расширение возможностей лицензии и приобретение возможности инвестирования средств от лица физических лиц/family office, которые являются нашими клиентами.

Несмотря на широкий спектр решений для расширения деятельности, здесь мы также фиксируем определенные операционные и иные риски. Работая с зарубежными акциями, даже если эмитент находится в дружественной для России стране, нужно учитывать риски заморозки активов, а также вероятность применения санкций и ограничения движения средств на счетах. Опасности связаны не только с текущей геополитикой, но и с особенностями экономики развивающихся стран. Несмотря на высокие показатели роста, в случае кризиса возможно возникновение неблагоприятных последствий.

Экономика Индии демонстрирует большую зависимость от валютного и товарно-сырьевого рынков, а также от ситуации в развитых странах и внутренних факторов своего государства. Рупия — это нестабильная валюта, которая за последние годы упала в отношении американского доллара на 10%. Ее курс снижается при возникновении рисков в мировой экономике. Волатильность рупии выше, чем, например, дирхама и юаня.

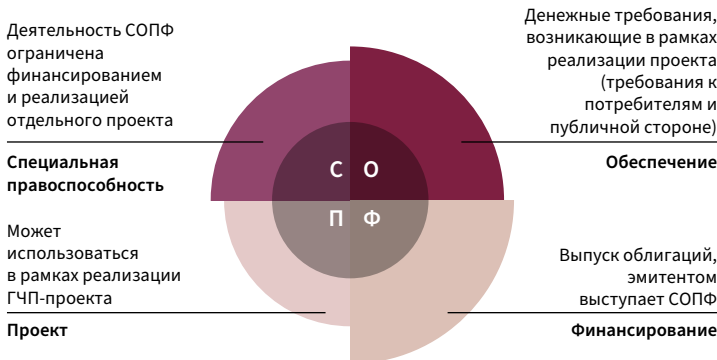
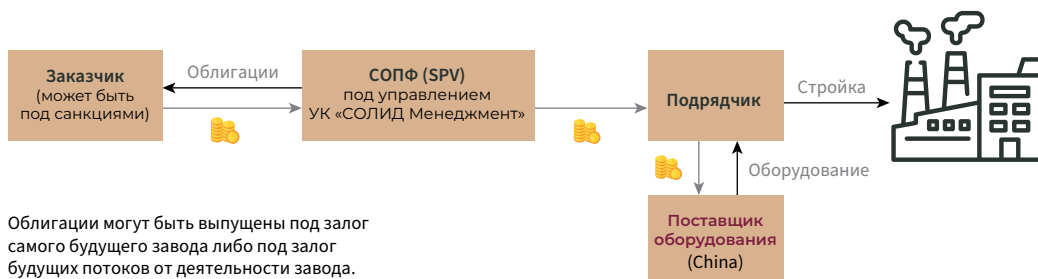


Рисунок 2
Ключевые элементы СПОФ

Источник:
АО «СОЛИД Менеджмент»

Рисунок 3. Кейс строительства завода с использованием СОПФ

Источник: АО «СОЛИД Менеджмент»



В качестве примера можно рассмотреть ситуацию с Adani Group. После расследования, проведенного Hindenburg Research, в течение недели ее акции подешевели на 100 миллиардов долларов. Состояние владельца компании уменьшилось на 30%. В результате обвала акций Индия утратила позиции в списке пяти самых крупных фондовых рынков мира. Восстановление экономики не заняло много времени. Индия быстро вернула утраченные позиции в рейтинге. Но ситуация послужила признаком необходимости пересмотра принципов распределения капитала для развития инфраструктуры.

II. Специализированные общества проектного финансирования — возможен ли всплеск активности?

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ наравне с СФО предусматривает и другой вариант, а именно специализированное общество проектного финансирования (СОПФ) (Рисунок 2).

Ранее интерес к данной конструкции то возникал, то затухал, но тем не менее не получил широкого распространения в инвестиционной среде. В настоящий момент в ЕГРЮЛ содержится всего около 15 записей об обществах, содержащих аббревиатуру «СОПФ», однако данный инструмент обладает своими плюсами, и данная структура выглядит эффективно в свете текущей санкционной ситуации. Мы прогнозируем повышение спроса на данный инструмент и прилагаем простейший пример его использования (Рисунок 3).

Конструкция СОПФ + ЗПИФ также может быть использована в инвестиционных проектах (например, строительных), в которых требуется разная доля участия в управлении проектом и в распределении прибыли. На первом этапе, который, как правило, менее финансово затратен, работает ЗПИФ, где пайщики берут на себя основной риск (проектно-изыскательные работы, разрешительная документация, дизайн и прочее). На заключительном этапе СОПФ «собирает» деньги, которые имеют большую массу, но меньшую стоимость.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Смело можно предположить, что 2025 год тоже не оставит нас без новых вызовов, что станет хорошей платформой для развития новых направлений. В частности, вероятны активные законодательные движения к формированию полноценного правового регулирования криптовалют, что даст возможность использовать их в качестве базовых активов для выпусков ценных бумаг.

Непростой 2024 год показал, что УК «СОЛИД Менеджмент» и иные участники рынка успешно реализовывали проекты по структурированию финансирования и управлению активами с участием СФО и ЗПИФ. При этом УК «СОЛИД Менеджмент» не останавливается на достигнутом, продолжая попытки расширить спектр возможностей для своих клиентов, пробуя новые инструменты инвестирования, в том числе предлагая решения по выходу на финансовые рынки иностранных государств.



Иван МАХАЛИН,
партнер,
LECAP



Даниил БАСИН,
юрист,
FOCUS Management

Место ЦФА в сделках секьюритизации

Развитие технологий и правового регулирования предоставляет участникам российского финансового рынка возможности по модернизации существующей инфраструктуры, позволяющие снизить стоимость сделок и обеспечить большую гибкость используемых инструментов.

В частности, в сфере секьюритизации можно обратить внимание на замену классической секьюритизации на модели сделок с применением цифровых финансовых активов (ЦФА).

Прежде чем рассматривать возможности использования ЦФА в сделках секьюритизации, нужно разобраться с самой природой цифровых финансовых активов.

Исходя из положений Закона о цифровых финансовых активах¹ и механизма действия ЦФА, такой актив представляет собой запись в системе блокчейн, удостоверяющую цифровые права ее держателя.

Данные цифровые права могут включать в себя денежные требования, что особенно актуально для секьюритизации.

По сути, ЦФА является разновидностью токена — записи в блокчейн. ЦФА отличается от других токенов их признание законодателем, что позволяет ЦФА удостоверять права, которые могут быть принудительно исполнены в российском суде и защищены правоохранительными органами (что существенно для потенциальных инвесторов).

Рассмотрев природу ЦФА и их отличие от токенов, перейдем к теме настоящего материала: **каким образом ЦФА могут использоваться в сделках секьюритизации активов?**

Мы выделяем два варианта:

1) использование ЦФА, удостоверяющих те или иные требования (например, из потребительских кредитов), в качестве базовых активов в сделках секьюритизации;

¹ Федеральный закон от 31.07.2020 №259-ФЗ (ред. от 25.10.2024) «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»// Официальный интернет-портал правовой информации <http://pravo.gov.ru>, 31.07.2020.

2) использование ЦФА как «результата» секьюритизации (в качестве аналога облигации).

Так как механизм секьюритизации, в котором ЦФА играют роль базового актива облигаций, глобально не отличается от классической секьюритизации активов (например, секьюритизации пула закладных), мы рассмотрим более детально второй вариант.

К преимуществам использования ЦФА в качестве аналога облигаций, выпускаемых в результате секьюритизации, можно отнести следующие:

1) уменьшение транзакционных издержек на осуществление сделки. Решение о выпуске ЦФА не требует регистрации в ЦБ, только у оператора информационной системы — специальной платформы, где обращаются ЦФА. Оплата услуг оператора информационной системы также может обходиться эмитенту намного дешевле по сравнению с оплатой комиссии депозитария. Указанные факторы способствуют снижению общих издержек эмитента на подготовку и регистрацию эмиссионной документации;

2) оперативно функционирующая и надежная инфраструктура. Фиксация передачи прав на ЦФА осуществляется в рамках блокчейна внутри информационной системы, что кратно быстрее, чем регистрация перехода права в рамках работы депозитариев (буквально в рамках одного клика). Использование технологии блокчейн позволяет также снизить риски утраты записей;

3) повышение гибкости. Требования к решению о выпуске ЦФА, установленные в законодательстве, значительно менее жесткие, чем требования к решению о выпуске структурных облигаций. Деятельность операторов информационной системы также менее зарегулирована. Это позволяет конструировать такие условия для ЦФА, которые были бы невозможны по тем или иным причинам в отношении выпусков российских облигаций. Однако пока мы видим, что действующее регулирование крайне затрудняет использование ЦФА в классических секьюритизациях по следующим причинам:

- пробелы в регулировании самих ЦФА. Положения законодательства не регулируют ряд вопросов в отношении правовой

природы ЦФА, которые давно и бесповоротно решены для облигаций. Так, неясно, каким образом обеспечивать ЦФА залогом или поручительством, можно ли проводить общее собрание владельцев ЦФА (по аналогии с общими собраниями владельцев облигаций), одобрять ли реструктуризацию ЦФА большинством голосов владельцев ЦФА в рамках одного выпуска и т. д.;

- невозможность использования SPV для выпуска ЦФА. Законодательством напрямую не предусмотрена возможность эмиссии ЦФА специализированными финансовыми обществами (СФО) или ипотечными агентами. В свою очередь, это приводит к невозможности использования специальных мер защиты инвесторов (ограниченная правоспособность эмитента, запрет на его реорганизацию и прочее) и налоговых льгот, предусмотренных для таких SPV;

- ограничения в приобретении ЦФА институциональными инвесторами. Не секрет, что классические сделки секьюритизации зачастую ориентированы именно на институциональных инвесторов. В то же время в отсутствие специальных разъяснений регулятора банки вряд ли смогут принять на баланс ЦФА, выпущенные в рамках сделок секьюритизации по тем же правилам, что и «секьюритизационные» облигации. При этом НПФ и страховщики пока вообще не вправе использовать клиентские активы для приобретения ЦФА.

Тем не менее наша команда видит потенциальный спрос на использование ЦФА в сделках секьюритизации в качестве аналога облигаций.

Мы допускаем, что ЦФА (даже по действующему регулированию) могли бы использоваться:

1) в рамках простых сделок по «переупаковке» в ликвидные ЦФА на договорные требования к одному или нескольким должникам, в особенности если эти сделки ориентированы на розничных инвесторов, либо на иные активы;

2) для целей оформления «младшего транша» в классических секьюритизациях, в том числе осуществляемых с баланса СФО.

Вполне возможно, что по мере развития отечественного регулирования ЦФА смогут потеснить, а быть может, и полностью заменить облигации на рынке классической секьюритизации.

Инфраструктура и регулирование секьюритизационного рынка: итоги и тренды

Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

Представители рейтинговых агентств и юридических фирм обсудили ключевые правовые изменения, вступившие в силу в 2024 году, и их влияние на рынок секьюритизации. Эксперты поделились анализом наиболее значимых сделок прошлого года, рассмотрели вопросы правоприменительной практики и регулирования, а также обсудили потенциальные изменения в законодательстве, способные повлиять на развитие отрасли в 2025 году.

Какие новые юридические нормы были введены на рынке секьюритизации в 2024 году? Какие изменения в законодательстве планируются на 2025 год?



Анна ГОРЕЛОВА,
генеральный директор,
FOCUS Management:

— На текущий момент законодательство в области секьюритизации достаточно хорошо сформировано и позволяет реализовывать различные ее виды. Однако есть направления, которые могут потребовать доработок, например, секьюритизация цифровых финансовых активов (ЦФА). На данный момент конкретные законода-

тельные предложения по этому вопросу еще не сформулированы.

Следует отдельно и позитивно отметить, что Банк России в своих актах подчеркивает необходимость развития рынка секьюритизации, в частности МСП, как части стратегии по повышению доступности финансовых услуг в Российской Федерации.

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

— За последний год на рынке много-траншевой секьюритизации произошло не-

сколько значимых изменений регулирования. Во-первых, согласно принятому закону от 26.10.2024 №355-ФЗ в апреле 2025 года вступят в силу поправки, позволяющие по неипотечным многотраншевым сделкам секьюритизации снижать размер риска, удерживаемого оригинатором, с 20 до 5% от общего размера обязательств по облигациям с залоговым обеспечением СФО. Эти изменения могут потенциально привести к росту количества сделок с мезонинными траншами.

Во-вторых, в рамках итогов обсуждения доклада Банка России «Новый национальный норматив краткосрочной ликвидности» от 31.07.2024 принято решение, что выпуски секьюритизации с рейтингом ruAAA.sf при расчете норматива для СЗКО с 2026 года будут включаться в категорию ВЛА-2. Эта мера должна повысить ликвидность выпусков секьюритизации на вторичном рынке.



Надежда ЛЕБЕДЕВА,
руководитель юридической
практики, Trewetch Group:

— Если говорить об отдельных изменениях законодательства 2024 года, то можно отметить в качестве примера следующие.

Теперь при обратном выкупе оригинатором или указанным им лицом просроченных прав требования к физическим лицам СФО должно опубликовать сведения в Федресурсе об отчуждении прав требования. Казалось бы, технический момент, но он очень важный с учетом потенциальных штрафов. При этом поскольку речь идет о персональных данных заемщиков, которые отсутствуют у СФО, отличным инструментом является МЧД, которая позволяет сотруднику сервисного агента от имени СФО подгрузить необходимые данные и осуществить публикацию.

В 2024 году был принят закон, изменяющий требования к объему рисков, при-

нимаемых оригинатором по сделке секьюритизации. Эти положения вступают в силу уже в 2025 году. От Банка России рынок ожидает также порядок определения объема принимаемых рисков.

Кроме того, в 2024-м расширены меры социальной и материальной поддержки военнослужащим и членам их семей, что касается в том числе и секьюритизируемых активов, поскольку речь идет о прощении долга и/или введении кредитных каникул, поэтому они должны учитываться при структурировании сделок. Следует отметить, что и в 2025 году предполагается дальнейшее расширение таких мер. Так, например, законопроектом предлагается прощать долг в размере не более 1 миллиона рублей по кредитному договору военнослужащему при признании его инвалидом II группы.

В октябре 2025 года вступает в силу указание Банка России, содержащее обновленный перечень информации, признаваемой инсайдерской.

В 2025 году ожидаются уточненные правила допуска ценных бумаг к торгам.

Сейчас рассматривается законопроект о расширении правоспособности СФО. Предлагается предусмотреть на уровне закона, что не только СОПФ, но и СФО вправе выступать участником синдиката кредиторов в соответствии с Федеральным законом «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Кроме того, предполагается на законодательном уровне снять запрет на создание «матрешек» как для АО, так и для ООО, но с оговоркой: одно и то же лицо не сможет выполнять функции ЕИО в учредителе/участнике, имеющем единственного участника, и в самом таком обществе. Поскольку со стороны рынка появляются запросы на сделки, которые предполагают приобретение СФО акций, этот момент необходимо учитывать при структурировании таких сделок.

Какие факторы, исходя из вашего опыта, являются определяющими при выборе участников инфраструктуры для сделки?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— Для оригинаторов при выборе участников инфраструктуры приорите-

тен прошлый успешный опыт кандидата в сделках секьюритизации. При этом у небольших и крупных банков факторы

выбора участников несколько отличаются. Согласно опросу, проведенному «Эксперт РА» среди банков, для средних и небольших оригинаторов стоимость услуг таких участников так же важна, как и их опыт участия в сделках. При этом для таких банков не столь приоритетна репутация участника при принятии решения о включении его в инфраструктуру сделки. Для крупных банков репутация и опыт так же важны, как и оперативность взаимодействия, стоимость услуг при этом менее значима.

Луиза ЛЕСНАЯ, директор, Trewetch Group:

— Если говорить о таких участниках инфраструктуры сделки, как управляющая и бухгалтерская организации, то мы отмечаем, что оригинаторы и организаторы сделки ориентируются как на опыт и компетенцию команды, так и на оперативность в вопросах стартовых действий

по созданию СФО, а также его учредителя, готовность, возможность и умение команды работать в нестандартных ситуациях. Иногда поступают запросы о наличии готовых «полочных» структур. Однако немаловажным остается и вопрос о размере вознаграждения. На данный момент конкуренция на рынке услуг администрирования специально созданных компаний достаточно высока.

Анна ГОРЕЛОВА:

— При выборе участников инфраструктуры для сделки основными являются следующие факторы:

- стоимость услуг: нужно учесть все затраты, включая дополнительные расходы;
- экспертиза и опыт: участники должны знать и понимать специфику конкретной сделки и иметь опыт в аналогичных либо схожих сделках.

Что можно предпринять для повышения прозрачности сделок, которая, как следствие, могла бы способствовать привлечению новых инвесторов?



Луиза ЛЕСНАЯ:

— Представляется, на данный момент уровень раскрытия информации достаточно высок, и стоит ли увеличивать объем раскрытия информации, есть ли в этом потребность и запрос рынка — вопрос спорный. При необходимости СФО может принять на себя добровольное раскрытие информации: например, ООО «СФО СБ Секьюритизация» раскрывает информацию о составе и структуре залогового обеспечения в большем объеме, чем это предусмотрено законодательством.

Анна ГОРЕЛОВА:

— Представляется, что можно было бы предпринять следующие шаги:

- упростить юридический язык эмиссионных документов;
- более детально раскрывать информацию об операциях внутри сделок, включая детали взаимоотношений между эмитентом, расчетным агентом и сервисным агентом.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— По сделкам сейчас раскрывается ограниченный объем информации для инвестора. Несмотря на то, что отдельные оригинаторы стремятся повысить информационную прозрачность, раскрывать в отчетах для инвестора на ежемесячной основе больше данных по динамике портфеля, всё еще нет единого стандарта, что усложняет машинную обработку таких данных для инвесторов. Также пока нет детализированного раскрытия рыночной статистики на уровне ипотеки по другим сегментам рынка, например, автокредитам, потребительским кредитам, кредитам МСП.

Полезной для повышения прозрачности рынка могла бы быть разработка ценовой конвенции по сделкам неипотечной многотраншевой секьюритизации по аналогии с ипотечными бумагами, а также калькулятора денежных потоков на ее основе. Наличие единых правил расчета облегчило бы анализ сделок для институциональных инвесторов и было бы весомым аргументом для более низких коэффициентов риска по сделкам РЕПО.

Последнее время на рынке стало появляться всё больше выпусков ЦФА с обеспечением. Как вы в связи с этим оцениваете потенциал развития секьюритизации с использованием ЦФА в этом году? Изменилась ли ситуация относительно 2024 года?

Анна ГОРЕЛОВА:

— Полагаю, что кратко на этот вопрос ответить непросто, в связи с чем мои коллеги Иван Махалин, партнер LECAP, и Даниил Басин, юрист FOCUS Management, подробно изучили этот вопрос в рамках заметки «Место ЦФА в сделках секьюритизации», опубликованной в настоящей энциклопедии.

Луиза ЛЕСНАЯ:

— К сожалению, мы пока не имеем в своем портфеле обслуживаемых секьюритизированных ЦФА, но было бы интересно поработать с ними.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— На рынке ЦФА не было реализовано ни одного полноценного выпуска секьюритизации активов. В то же время уже появляются выпуски ЦФА, в отдельных аспектах напоминающие сделки класси-

ческой секьюритизации: используется залоговый счет, залог прав требований, привлечение третьего лица, контролирующего залог. Также есть прецеденты выпусков кредитных нот без обеспечения, но с трансляцией денежных потоков от третьих лиц. Но все эти выпуски несут в себе риски оригинатора, поскольку ЦФА в силу закона пока не могут быть размещены с баланса СФО. Именно снятие этого ограничения, позволяющего отделить выпуск от рисков оригинатора, может стать катализатором таких размещений. Пока по обеспеченным ЦФА не отмечается снижения процентной ставки при наличии залога, несмотря на комфортный уровень LTV. Кроме того, недоверие к таким инструментам со стороны инвесторов может быть связано с отсутствием судебной практики и успешных кейсов взыскания залога по дефолтным ЦФА.

Как вы можете оценить внедрение цифровой платформы ипотечных ценных бумаг (ЦП ИЦБ)? Насколько удобнее с течением времени становится калькулятор ИЦБ «ДОМ.РФ»?

Луиза ЛЕСНАЯ:

— Управляющая и бухгалтерская организации специализированных финансовых обществ не пользуются данным инструментом, но он, безусловно, полезный.

Какие еще цифровые инструменты были бы полезны для развития рынка?

Луиза ЛЕСНАЯ:

— Для развития рынка было бы полезно иметь программу автоматического заполнения пакета документов для регистрации выпусков и программ облигаций для сокращения времени и трудозатрат по сделке на эту важную, но стандартизированную работу.

Возможно, целесообразно было бы иметь типовые эмиссионные документы как цифровой инструмент, опять же заполняемый путем ввода индивидуальных данных. Но в любом случае каждая сделка так или иначе индивидуальна,

и даже программный продукт по типовой документации должен предусматривать возможность прописывать индивидуальные условия.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— На сегодняшний день в бесплатном доступе находится несколько инструментов, доступных оригинаторам, помимо ипотечного калькулятора ДОМ.РФ.

На сайте «Эксперт РА» в открытом доступе есть калькулятор расчета рисков как по младшим позициям, удержи-

ваемым оригинатором, так и по старшей и мезонинной позициям в соответствии с Положением от 04.07.2018 №647-П. Также там есть онлайн-сервис оценки базовых параметров сделки для оригинаторов и расчета денежных потоков при разных предположениях структуры.

Вместе с тем для развития рынка был бы полезен цифровой инструмент для ин-

весторов, включающий стандартизированную оценку денежных потоков и других ценовых параметров реализованных выпусков многотраншевой секьюритизации на вторичном рынке. Это могло бы потенциально повысить ликвидность инструментов многотраншевой секьюритизации, привлечь новых инвесторов за счет наличия единых прозрачных правил расчета цены.

Как вы считаете, какие новые активы могут появиться в сделках секьюритизации? Какие активы интересны с точки зрения денежного потока, ликвидности, ценообразования?

Анна ГОРЕЛОВА:

— Любые новые активы — это интересный вызов. В сделках секьюритизации могут появиться такие активы, как интеллектуальная собственность, медиаконтент, производственное оборудование, различные контракты (например, договоры интернет-услуг и иные однотипные договоры услуг) и другое. Представляется, что инвесторы заинтересованы в новых видах сделок, поскольку они позволяют разнообразить портфель и инвестировать в активы с разными характеристиками риска и доходности, при этом ключевым фактором для инвесторов всё же выступает доходность конечного продукта, нежели необычность и новизна активов.



Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— Сейчас для банков наиболее интересны для многотраншевой секьюритизации потребительские кредиты без обеспечения, поскольку они дают наибольшую разгрузку капитала. В то же время такие портфели имеют хороший избыточный спред к купонной ставке, что позволяет структурировать экономически эффективные и надежные выпуски. В рамках ипотеки остаются и будут продолжать быть привлекательными сделки в рамках программы ДОМ.РФ за счет возможностей использования ипотечных бумаг в качестве залога по сделкам РЕПО.

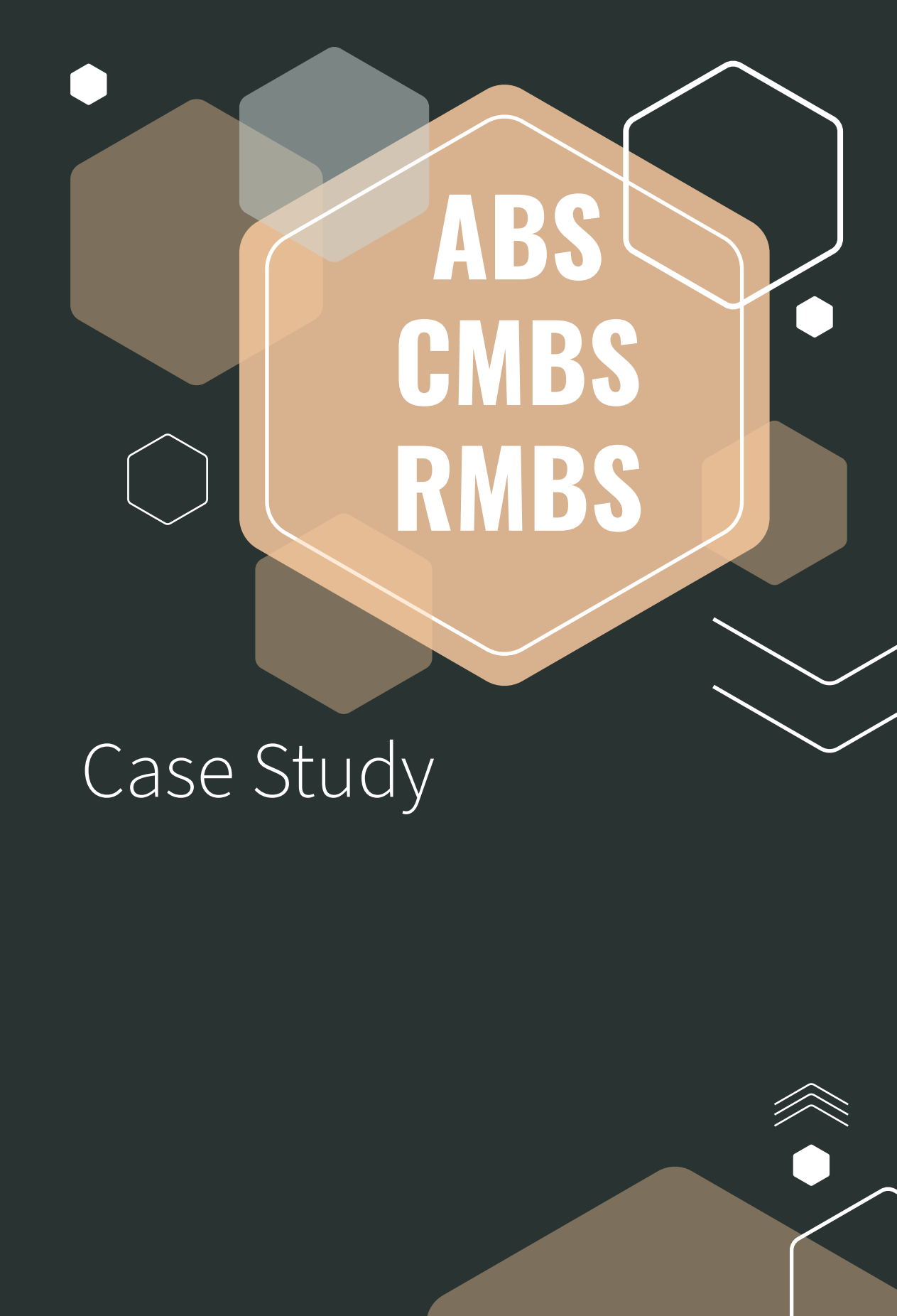
Отдельно стоит выделить размещения репаков крупных корпоративных кре-

дитов, в том числе и по проектному финансированию. Мотивы использования облигаций в рамках крупных проектов, в том числе проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики, могут заключаться в управлении санкционными рисками и нормативами концентрации по крупным ссудам. К сожалению, невыгодный регуляторный режим рейтингов «sf» ограничивает использование мер кредитного усиления, характерных для сделок секьюритизации, для таких выпусков, тем самым сужая инструментарий снижения рисков инвесторов.

В любом случае если мы увидим снижение ставок в этом году, то можно будет наблюдать активизацию по многим сегментам, поскольку появится существенная положительная разница между ставками портфелей и ставками облигационного рынка.

Луиза ЛЕСНАЯ:

— Секьюритизировать можно любой актив, который генерирует периодический денежный поток: ценные бумаги, в том числе паи и акции, иные облигации, коммунальные платежи, факторинг, лизинговые платежи, плату за потребление мощности, платежи в рассрочку, роялти, арендные платежи, платежи по долгосрочным поставкам, микрозаймы, в том числе просроченные долги, платежи за использование токенов при работе с платными нейросетями и прочее. Вопрос в их объеме и окупаемости с точки зрения расходов на содержание СФО и элементов его инфраструктуры.

The background is a dark charcoal grey. It features several overlapping hexagons in shades of brown, tan, and grey. A large, central hexagon is outlined in white and contains the text. To the right of this central hexagon, there is a white line drawing of a hexagon with a smaller one inside it. In the bottom right corner, there are three white chevron-like lines pointing upwards and to the right, and a small white hexagon below them.

ABS CMBS RMBS

Case Study

Облигации Яндекс Финтех: AAA-рейтинг и высокая доходность



Антон СОРОКИН,
управляющий
директор
казначейства,
Яндекс Финтех



Дарья ХВОРИХ,
директор
специальных
финансовых
проектов,
Яндекс Финтех



Денис СКРИПКИН,
руководитель
дирекции по работе
с госпрограммами
и новыми активами,
управление
секьюритизации,
Банк ВТБ (ПАО)

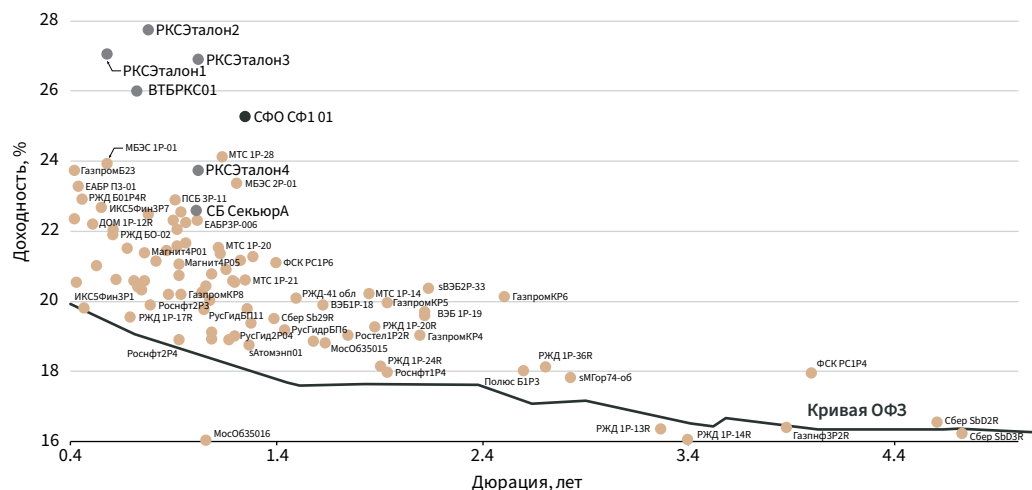
Секьюритизация в России имеет давнюю историю: закон об ипотечных ценных бумагах был принят еще в 2003 году, однако первые подобные сделки российских банков были трансграничными, в качестве обеспечения использовались неипотечные активы: среди розничных активов первыми в секьюритизацию попали авто- и потребительские кредиты. Пионерами в данной области были банки Союз, Русский Стандарт и ХКФ, успешно реализовавшие свои сделки в 2005–2006 годах.

После мирового кредитного кризиса 2008 года фокус российского секьюритизационного рынка сместился на внутренние сделки в основном с ипотечными кредитами. Первую локальную сделку с кредитами наличными реализовал в 2013 году ХКФ Банк, но она также имела трансграничный компонент в силу несовершенства на тот момент внутренней законодательной базы. В декабре 2013 года в России был принят закон о секьюритизации, который сделал возможной полноценную секьюритизацию любых типов активов по российскому праву.

При этом ипотека оставалась драйвером внутреннего секьюритизационного рынка, а с запуском Единым институтом развития в жилищной сфере АО «ДОМ.РФ» в 2016 году обновленной программы предоставления поручительства по ипотечным облигациям этот сегмент получил дополнительный мощный импульс. К концу 2024 года номинальный объем всех выпусков ипотечных ценных бумаг с поручительством ДОМ.РФ (ИЦБ ДОМ.РФ) составил 2.93 трлн руб., а ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» в течение послед-

Рисунок 1. Доходности AAA-облигаций (по состоянию на 19 февраля)

Источники: Мосбиржа, оценки Эйлера



них лет неизменно входил в ранжировку крупнейших эмитентов корпоративных облигаций. Но необходимо отметить, что из-за разрыва между накопленной процентной ставкой по базовому активу (ипотеке) и текущими ставками облигационного рынка ИЦБ ДОМ.РФ практически не размещаются рыночным инвесторам, а используются банками-оригинаторами для привлечения краткосрочного финансирования через сделки РЕПО и оптимизации использования капитала.

Рынок потребительской секьюритизации был перезапущен в Банком ВТБ в 2021 году, когда ООО «СФО ВТБ РКС-1» разместило выпуск на 35 млрд руб. На сегодняшний день данная сделка является крупнейшей классической сделкой секьюритизации потребительских кредитов на локальном рынке. Далее ВТБ предложил рынку еще четыре аналогичных выпуска ООО «СФО РКС Эталон» общим объемом 50 млрд руб. В 2024 году на этом рынке активизировались и другие крупные игроки: в августе Сбербанк разместил выпуск ООО «СФО СБ Секьюритизация» на 9.5 млрд руб., в декабре состоялся выпуск облигаций с залогом обеспечения Яндекс Финтех на 7.7 млрд руб. (эмитент — ООО «Сплит Финанс 1»), а совсем недавно, в конце

февраля 2025 года, к группе первопродовцев присоединился Совкомбанк с выпуском ООО «СФО СОВКОМ СЕКЬЮР» на 8 млрд руб.

Следует отметить, что в отличие от ИЦБ ДОМ.РФ в нынешних регуляторных условиях сделка секьюритизации потребительских кредитов имеет смысл для банка только в случае реализации не менее 65% старшего транша сторонним покупателям. Поэтому все упомянутые выше сделки размещались и торгуются на Московской бирже среди рыночных инвесторов.

Как видно из Рисунка 1, старшие транши по сделкам секьюритизации, обладающие наивысшим качеством с точки зрения рейтинговых агентств, как отдельный сегмент торгуются с премией около 250–500 базисных пунктов (в зависимости от дюрации) по доходности к старшим необеспеченным бумагам наиболее качественных заемщиков. Это объясняется новизной и малой ликвидностью данного инструмента, а также встроенным опционом на досрочное погашение, который инвесторы пока очень консервативно оценивают. Но по мере развития этого сегмента рынка, появления новых аналитических инструментов для оценки данного типа

облигаций, а также совершенствования законодательства мы ожидаем сужения спреда между секьюритизационными и старшими необеспеченными выпусками с сопоставимым уровнем рейтинга, отметим, что для ипотечных бумаг ДОМ.РФ подобный спред составляет около 50 базисных пунктов.

В данной статье мы остановимся на сделке Яндекс Банка, входящего в Яндекс Финтех. Это первый на нашем рынке секьюритизационный выпуск не классического банка, а финтех-компании, что, безусловно, привнесло в сделку уникальные черты.

Портфель для секьюритизации был сформирован из денежных требований к заемщикам Яндекс Банка — физическим лицам по банковскому кредитному продукту «Супер Сплит», который предполагает начисление процентов на сумму задолженности и близок по этим характеристикам к классическим потребительским кредитам или кредитным картам.

Несмотря на схожесть продуктов финтех-компаний с классическими банковскими продуктами и применение максимально простой структуры сделки «из учебника», технологические процессы, лежащие в основе сделки, не имеют прецедентов на рынке.

В рамках реализации сделки по продаже портфеля в день ее проведения было реализовано почти 750 тысяч кредитов! Текущий уровень автоматизации процессов позволяет формировать портфель с минимальными рисками концентрации.

Для реализации первой сделки (схема сделки приведена на Рисунке 2) Яндекс Финтех привлек надежных контрагентов, обладающих значительным опытом в области секьюритизации. В качестве банка счета и расчетного агента выступил Банк ВТБ (ПАО), а представителем владельцев облигаций было назначено ООО «РЕГИОН Финанс». Мониторинг и оценку сделки осуществляет рейтинговое агентство АКРА. Сервисером кредитного портфеля продолжает оставаться АО «Яндекс Банк».

Отметим, что в отличие от некоторых других подобных сделок в данной тран-

закции функции расчетного агента и банка исполняет отдельный банк, отличный от банка-оригинатора, что минимизирует возможность каких-либо манипуляций с активами вне рамок контрактной и эмиссионной документации.

В любой сделке секьюритизации единственным источником погашения обязательств СФО является портфель денежных требований, включенный в состав залогового обеспечения облигаций, поэтому отбору и обслуживанию базового актива уделяется серьезное внимание. Как и во многих других транзакциях подобного рода, в данной сделке применены механизмы, призванные не допустить снижения денежного потока по активам до критического уровня, а в случае, если появляются признаки необратимого снижения поступлений по залоговому покрытию, запускаются процедуры, направленные на ускоренный возврат инвесторам вложенных средств и минимизацию их потерь.

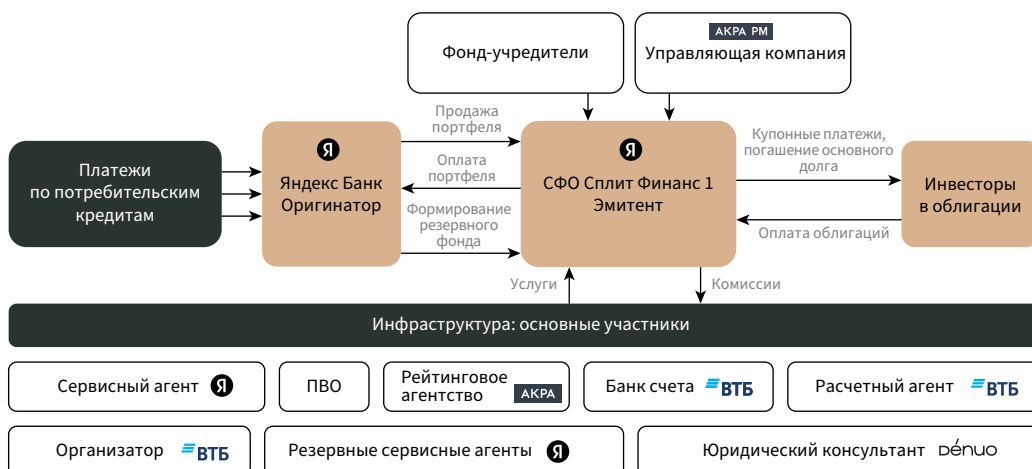
Эти механизмы устанавливают требования или ограничения на отдельные договоры и залоговое обеспечение в целом, а также повышают надежность старшего транша и устойчивость всей сделки путем перераспределения денежных потоков по портфелю залогового обеспечения). К ним относятся:

- Переобеспечение (размер заложенного портфеля на 30% превышает номинальную стоимость облигаций), а также резервный фонд в размере 7% от номинала облигаций. Резервный фонд представляет собой денежные средства на залоговом счете и используется для оплаты старших расходов и обязательств по облигациям в случае недостатка поступлений по портфелю. Его нахождение на залоговом счете обеспечивает целевое использование средств, включенных в фонд. Отметим, что согласно последнему отчету расчетного агента за январь 2025 года коэффициент достаточности залогового обеспечения составляет 143% с учетом всех денежных средств на залоговом счете.

- Жесткие квалификационные требования к обеспечению, верифицированные рейтинговым агентством (в том числе требования к кредитной истории

Рисунок 2. Схема сделки по выпуску облигаций Яндекс Финтех с залоговым обеспечением

Источник: составлено авторами



заемщика и платежной дисциплине заемщика, максимальному размеру денежного требования, минимальному сроку нахождения кредитного договора на балансе оригинатора, региональной концентрации). В рамках рейтингового анализа секьюритизированный пул проходил проверку по согласованным процедурам (AUP) со стороны аудиторской компании.

– Условия (триггеры) наступления амортизации и ускоренной амортизации, предусмотренные эмиссионной документацией (в этом случае СФО возвращает средства инвесторам в приоритетном порядке в случае прогнозируемого снижения денежного потока), в том числе:

- снижение уровня обеспечения,
- невозможность пополнения резервного фонда до необходимой величины,
- отсутствие револьверных продаж,
- повышение доли дефолтных денежных требований в портфеле,
- снижение средневзвешенной ставки по портфелю.

Уровни таких триггеров были установлены рейтинговым агентством для достижения максимального рейтинга AAA(ru.sf).

Для обеспечения устойчивости структуры в сделке используется стандартный механизм субординации платежей, когда денежные средства, собранные по всему портфелю, сначала распределяются для уплаты налогов и поддержания инфраструктуры сделки, затем для исполнения обязательств по старшему траншу — облигациям, а затем по финансированию, предоставленному оригинатором. Это реализуется через «водопады», то есть приоритеты распределения собранных средств, причем поступления по основному долгу и процентные поступления учитываются отдельно, но при этом процентные поступления могут использоваться для компенсации дефицита поступлений по основному долгу¹, а дефицит процентных поступлений нивелируется за счет использования поступлений по основному долгу, что позволяет стабилизировать сделку в первый купонный период, когда процентный водопад

¹ Дефицит основного долга возникает при признании кредита дефолтным, например, в случае возникновения просрочки больше 90 дней или банкротства заемщика либо прекращения задолженности заемщика в силу других положений законодательства.

испытывает стресс за счет короткого первого расчетного периода. При этом суммы, заимствованные из каждого водопода, возвращаются в него за счет поступлений в будущие периоды.

Резюмируя сказанное выше, первым абсорбирует потери по активам избыточный спред, затем резервный фонд, младший кредит и уже последним старший транш.

В настоящее время регулирование Банка России требует, чтобы банк-оригинатор удерживал не менее 20% рискованных позиций с самым низким приоритетом исполнения, что существенно стимулирует оригинатора поддерживать на высоком уровне качество актива и процедуры обслуживания.

Таким образом, в сделке применяется целый ряд защитных элементов, которые позволяют создать «эшелонированную оборону» старшего транша от потерь по портфелю и получить по нему рейтинг выше рейтинга банка-оригинатора на уровне суверенного.

Также необходимо указать, что по сделке на сайте СФО и странице эмитента на сайте Центра раскрытия корпоративной информации (Интерфакс-ЦРКИ) публикуется подробная и прозрачная отчетность по сделке в виде ежемесячных отчетов расчетного агента с полным расчетом водопадов и состояния портфеля, включая долю денежных требований с просрочкой 31–60, 61–90 и 90+ дней. В отличие от корпоративной финансовой отчетности, которая публикуется на ежеквартальной либо полугодовой основе, здесь инвесторы могут следить за состоянием сделки практически в режиме реального времени. Отчет раскрывается с минимально разумной задержкой, необходимой для сбора итогов по портфелю и проведения расчетов, примерно на 20-й день следующего месяца.

Резюмируя вышеизложенное, нельзя не отметить сложность структурирования подобных сделок. Однако результа-

том становится создание по-настоящему уникального финансового продукта, который сочетает в себе привлекательную доходность и высокий уровень надежности. При подготовке к размещению СФО Сплит Финанс 1 команда Яндекс Финтеха одной из целей ставила предоставление любым клиентам возможности инвестировать в такой инструмент. Высокая надежность обеспечивается за счет комплексного набора защитных механизмов, а возможность предложить премию по доходности обусловлена включением в обеспечение высокомаржинальных активов.

В процессе взаимодействия с розничными инвесторами команда Яндекс Финтеха пришла к пониманию, что перед ними стоит еще одна важная задача: сделать сложные финансовые инструменты понятными и доступными для массового инвестора. Команда Яндекс Финтеха убедилась, что успех продукта зависит не только от его доходности и надежности, но и от того, насколько просто инвесторы могут понять его суть, преимущества и риски. В результате для выпуска СФО Сплит Финанс 1 были подготовлены упрощенные материалы, во внешних коммуникациях использовалась простая терминология, был разработан подробный FAQ.

В результате в выпуске поучаствовало более 19 000 розничных инвесторов за 1 день, что является абсолютным рекордом среди подобных размещений за последнее время.

Тем не менее текущие условия рынка остаются достаточно сложными для размещения подобных продуктов: ограниченная глубина и невысокие показатели ликвидности создают дополнительные вызовы. Однако мы видим значительный потенциал для развития этого направления. Мы уверены, что, сочетая в себе привлекательную доходность, высокую надежность, простоту и удобство для инвесторов, секьюритизированные облигации способны привлекать новых участников.



Юлия ЛАПШИНА,
руководитель дирекции
сложного кредитования
и структурного
финансирования,
АО «Альфа-банк»

Секьюритизация от А до Я: руководство для начинающих оригинаторов

ВВЕДЕНИЕ

Данная статья будет полезна банкам, которые впервые планируют использовать инструмент секьюритизации. В ней описана базовая логика принятия решения о сделке, плюсы и минусы секьюритизации, приведены основные этапы сделки. Статья отвечает на вопросы: с чего начать процесс, как определиться с активом, как рассчитать экономику, как готовить сделку, как и кому размещать выпускные бумаги.

Секьюритизация — это переупаковка однородных неликвидных активов и прогнозируемых денежных потоков в ценные бумаги. Секьюритизацию могут использовать банки, лизинговые компании, фонды недвижимости и другие компании, генерирующие стабильные потоки платежей. Данная статья посвящена секьюритиза-

ции именно банковских активов в российском правовом поле.

Банк, секьюритизирующий активы, называется банком-оригинатором. В рамках секьюритизации банк продает пул активов на баланс специальной компании, которая выпускает ценные бумаги, обеспеченные данным пулом активов. Секьюритизация интересна оригинатору, так как позволяет продать активы, оставив себе часть маржи, одновременно получить денежные средства за активы и освободить баланс для новых выдач. Также интересна инвестору, так как позволяет ему получить доход по секьюритизированным бумагам выше, чем на классическом рынке капитала, и при этом инвестировать в низкорискованный актив с высоким рейтингом и диверсифицировать свой портфель инвестиций.

Выше дано общее определение и понимание сделки, однако на практике существует большое количество нюансов, которые необходимо учесть при подготовке сделки, чтобы достичь необходимого эффекта, включая специфику и регулирование конкретного рынка.

Законодательные акты, регулирующие сделки секьюритизации в России, — это Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Федеральный закон от 11.11.2003 №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» с последующими изменениями и дополнениями. Существует также ряд указаний и положений Центрального банка России, описывающих методику учета данного инструмента на балансе банков. В 2025 и 2026 гг. вступают в силу многочисленные регуляторные изменения, которые надо иметь в виду при структурировании сделки.

Первая сделка секьюритизации — комплексный и длительный процесс. Она может быть разбита на несколько этапов, которые приведены в Таблице 1 ниже.

1) ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЯ О СДЕЛКЕ

• Выбор актива для секьюритизации

Любой актив, приносящий стабильный прогнозируемый денежный доход, может быть секьюритизирован. Первыми в мировой практике были секьюритизированы

ипотечные кредиты. В последующем данная структура стала применяться к большому количеству активов в практически любых сферах вплоть до коммунальных и налоговых платежей.

При планировании сделки банк-оригинатор в России может рассматривать для секьюритизации следующие типы активов:

- ипотечные кредиты;
- «ломбардные» кредиты под залог недвижимости;
- потребительские кредиты;
- задолженности по кредитным картам;
- просроченные кредиты (NPL);
- кредиты малым и средним корпоративным заемщикам;
- кредиты крупным корпоративным заемщикам.

Выбор актива для сделки может быть обусловлен различными факторами:

- цели, которые преследует банк в данной сделке;
- объем, качество, зрелость и диверсификация соответствующего портфеля;
- приемлемость документации актива для сделок секьюритизации;
- всестороннее влияние секьюритизации конкретного актива на финансы банка;
- наличие соответствующей инфраструктуры;

Основные этапы сделки	Блоки работ
1) Принятие решения о сделке	• Выбор актива для секьюритизации • Предварительный анализ портфеля • Оценка целесообразности сделки • Разработка базовой структуры • Расчет экономического эффекта
2) Реализация проекта	• Получение корпоративных одобрений • Создание рабочей группы, согласование кросс-блокового функционала • Выбор организатора, юридических консультантов, рейтингового агентства, поставщиков услуг • Подготовка основных условий сделки и договорной документации • Доработка ИТ-систем • Создание СФО и инфраструктуры • Подготовка портфеля к секьюритизации • Взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля • Разработка процессов и регламентов
3) Выпуск ценных бумаг и взаимодействие с инвесторами	• Продажа портфеля и выпуск ценных бумаг • Дистрибуция • Сопровождение выпуска бумаг

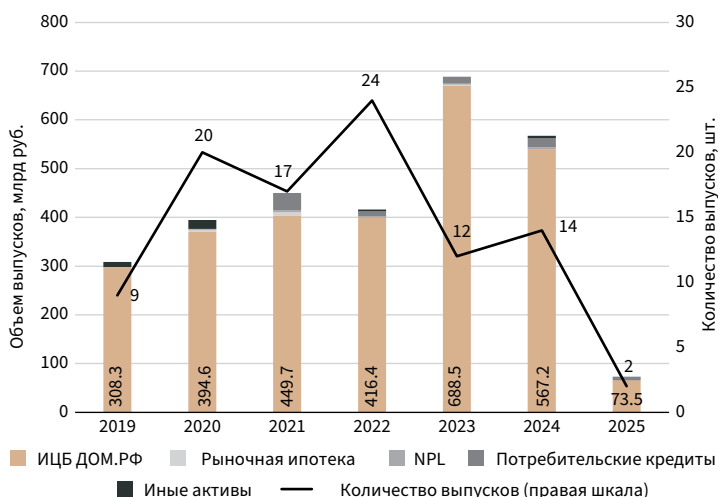
Таблица 1

Основные этапы сделки «Секьюритизация»

Источник:
составлено автором

Таблица 2
Секьюритизация
розничных активов
в России в 2019–2025 гг.

Источник: Cbonds.ru



- предпочтения рыночных инвесторов в конкретный момент времени.

Как можно увидеть из Таблицы 2, самый широко секьюритизируемый актив в настоящее время в России — ипотечные кредиты. Основной фактор при этом — возможность сделать стандартизированными однотраншевые сделки с поручительством ДОМ.РФ. Часто банки начинают именно с этого вида сделок, так как они более просты в реализации, их легче просчитать и объяснить внутри банка, а также они дают ряд преимуществ по эффективному использованию секьюритизированных бумаг без продажи широкому кругу инвесторов. Сделки имеют определенные структурные особенности, поэтому в отношении них в статье могут быть отдельные оговорки.

Вторые по популярности активы в настоящий момент — потребительские кредиты. Правильно структурированная секьюритизация данного актива позволяет банкам оптимизировать капитал и высвободить значительную часть баланса для новых сделок при условии продажи бумаг рыночным инвесторам.

Структурирование сделок с автокредитами, кредитными картами, NPL более сложное и затратное, но, если у банка есть значительные объемы таких активов, сделки имеют целесообразность.

В отношении корпоративных кредитов: портфели кредитов малым и сред-

ним корпоративным заемщикам можно секьюритизировать, если портфель хорошо диверсифицирован, а документация стандартизирована.

Крупные корпоративные кредиты — самый сложный для секьюритизации актив, так как портфельная сделка ввиду значительных объемов единичных кредитов не имеет диверсификации риска, а отсутствие стандартизированной документации не дает возможности выстроить единую структуру сделки. В данном случае секьюритизацию целесообразно рассматривать только для переупаковки в ликвидные инструменты отдельных кредитов, не портфелей.

• Предварительный анализ портфеля

На начальных этапах сделки для понимания возможности секьюритизации портфеля необходима его экспресс-оценка по следующим критериям:

- наличие необходимых объемов кредитного портфеля для секьюритизации с учетом законодательно установленных критериев и верхнеуровневых квалификационных требований;

- наличие достаточной исторической информации по портфелю (минимум 3–5 лет), которая позволит рейтинговым агентствам проанализировать поведение портфеля во времени с целью присвоения рейтинга. Этот фактор имеет большое значение для неипотечных секьюри-

тизаций. При выпусках ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) большее внимание уделяется качеству залога;

- наличие закладных / электронных закладных для ипотечных секьюритизаций;
- отсутствие юридических препятствий для передачи кредитов на баланс третьих лиц.

• Оценка целесообразности сделки

Процесс выбора актива неразрывно связан с определением целесообразности сделки секьюритизации для банка. У каждого originатора своя структура баланса и свои цели, поэтому необходим полноценный анализ плюсов и минусов сделки применительно к конкретному банку.

Плюсы секьюритизации

- Привлечение денег и диверсификация источников финансирования

Секьюритизация — один из источников привлечения ликвидности для банка. Продавая переупакованный в ценные бумаги кредитный портфель, банки получают единовременный приток ликвидности, который можно использовать для генерации нового бизнеса. Объем привлекаемых средств зависит от структуры сделки. При однотраншевой секьюритизации ипотеки с поручительством ДОМ.РФ с размещением в рынок банки получают до 100% от стоимости портфеля, в то время как при многотраншевой классической секьюритизации банки привлекают ликвидность, как правило, в объеме старших траншей.

Привлечение средств возможно как в рамках рыночной дистрибуции, так и через иные инструменты, например, РЕПО с Федеральным казначейством, ЦК и ЦБ РФ. Последнее актуально для ипотечной секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ.

- Доход в виде кредитной маржи

При классической секьюритизации банк может выпускать секьюритизированные бумаги под ставку ниже, чем ставка по портфелю кредитов в покрытии, оставляя себе разницу между ставкой по кредиту и ставкой по бумагам как «комиссию» за оригинацию кредитов. В начале 2000-х годов в России некоторые банки работали именно таким образом — в кон-

цепции originate to distribute — собирали пулы ипотечных кредитов, секьюритизировали и продавали инвесторам, а привлеченные деньги использовали на выдачу новых кредитов.

- Управление процентным риском

Секьюритизация позволяет банкам управлять процентным риском, снижая его, так как дает возможность выровнять срочность активов и пассивов. Для банков, имеющих на балансе значительную долю долгосрочных кредитов (например, ипотека), это преимущество может быть одним из ключевых.

- Оптимизация нормативов ликвидности

Ипотечная секьюритизация с поручительством ДОМ.РФ входит в состав высоколиквидных активов банка (ВЛА) и улучшает показатели краткосрочной ликвидности банка, имеющего такие бумаги на балансе, позволяя казначейству тратить меньше ресурсов на другие инструменты оптимизации ликвидности. Иные сделки секьюритизации также, вероятно, войдут в состав ВЛА с 2026 года при условии наличия достаточно высокого рейтинга. Однако для достижения нужного эффекта при покупке на баланс своих собственных секьюритизированных бумаг originатор должен следить, чтобы их объем не превышал 35% от размера выпуска (ожидается снижение порога до 25% с 2026 года).

- Высвобождение капитала

Является ключевым драйвером для большинства банков. Продажа кредитного портфеля с баланса освобождает капитал originатора по российской отчетности и вкпе с привлечением ликвидности позволяет банкам развивать новый бизнес. Наибольший эффект достигается при полной продаже старших траншей в рынок. Высвобождение капитала необходимо правильно посчитать, расчет нелинейный и зависит от структуры сделки: необходимо принимать во внимание наличие и размер младшего транша, резервного фонда, наличие обязательств по откупу дефолтов, свопов и др. Имеет значение также, перешел ли банк на ПБР.

При сохранении части бумаг на балансе банка положительный эффект на капитал также возможен. Так, например, секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ, взя-

тые оригинатором обратно на баланс, позволяют снизить RWA переупакованного портфеля до 0.2 и высвободить резервы за счет наличия поручительства ДОМ.РФ и, соответственно, замены риска портфеля на риск ДОМ.РФ.

• Дополнительные эффекты

Возможны дополнительные эффекты в виде налоговой оптимизации и иные.

Минусы секьюритизации:

• Длительность подготовки сделки

Подготовка первой сделки секьюритизации — сложный и комплексный процесс, который может занимать от полугода (в наиболее технически продвинутых банках) и более. В быстроменяющихся российских реалиях может оказаться, что эффекты, на которые банк рассчитывал изначально, к моменту выпуска уже изменились ввиду изменения регулирования, инвестиционного ландшафта и др. Подготовка последующих выпусков будет существенно короче и может составить около 2–3 месяцев.

• Высокая стоимость подготовки и дополнительных трудовых ресурсов

Подготовка первой сделки секьюритизации — дорогостоящий и трудозатратный процесс. Как правило, основной расход — это масштабные доработки ИТ-систем оригинатора ввиду необходимости обособления проданного пула кредитов в учете без потери качества сервиса для клиентов и разработки новой структуры отчетности.

Вторым ключевым расходом банка является расход на наём дополнительного персонала для подготовки сделки. Поми-

мо ИТ-доработок, потребуются ресурсы на внутренний аудит: проверки досье, оформление электронных закладных и др., дополнительные аналитические ресурсы и ресурсы для адаптации новых процессов во всех вовлеченных подразделениях (бизнес-подразделения, финансы, бухгалтерия, налоги, риски, казначейство и др.).

Кроме ИТ-расходов и расходов на персонал дополнительные расходы на сделку могут включать в себя стоимость поручительства (если рассматривается данная структура) и расходы на внешнего организатора сделки (если банк не готов структурировать и продавать сделку своими силами), расходы на получение рейтинга, а также расходы на юридического консультанта и инфраструктуру. Последние относительно невысоки и могут различаться в зависимости от типа сделок и конкретных структур. В Таблицах 3 и 4 ниже приведены примерные усредненные размеры возможных инфраструктурных расходов на сделку.

• Глобальная переработка регламентов и процессов банка

Сделка затрагивает большое количество подразделений и представляет собой новый формат работы для банка, поэтому необходимо быть готовым к достаточно масштабному пересмотру и построению новых бизнес-процессов.

• Разработка базовой структуры

Структуры выпусков ИЦБ под поручительство ДОМ.РФ отличаются от классических многотраншевых секьюритизаций. Институт развития предлагает стандартизированный продукт, и при структу-

Таблица 3
Индикативные
первоначальные
расходы
на сделку классической
секьюритизации
Источник:
составлено автором

Индикативные первоначальные расходы на сделку классической секьюритизации объемом 20 млрд руб. в % от объема портфеля	
Создание Фонда и СФО	0.0025
Услуги управляющей компании	0.0050
Услуги бухгалтерской организации	0.0050
Услуги рейтингового агентства	0.0250
Услуги расчетного агента	0.0025
Аудит портфеля	0.0060
Первичный аудит СФО	0.0020
Открытие и ведение эмиссионного счета в НРД	0.0150
Услуги биржи	0.0050
Итого	0.0680

Таблица 4
Индикативные
ежегодные расходы
на сделку классической
секьюритизации
Источник:
составлено автором

Индикативные ежегодные расходы на сделку классической секьюритизации объемом 20 млрд руб. в % от объема портфеля	
Поддержание рейтинга	0.0080
Услуги расчетного агента	0.0065
Сопровождение залогового счета	0.0020
Поддержание бумаги в котировальном списке	0.0005
Услуги управляющей компании	0.0105
Услуги бухгалтерской организации	0.0105
Аудит СФО	0.0025
Услуги представителя владельцев облигаций	0.0035
Услуги по раскрытию информации эмитентом	0.0024
Итого	0.0464

рировании сделки оригинаторам нужно определиться с ограниченным набором параметров, в частности:

- Какие ипотечные продукты переупаковываются, например, льготная ипотека под плавающую ставку или рыночная под фиксированную. Решение зависит от существующего портфеля и спроса инвесторов.

- Включать ли в пул ДДУ с учетом неоднозначной трактовки возможности использовать такие бумаги для целей ВЛА банками-инвесторами.

- Делать ли своп с ипотечным агентом либо оставить у бумаг pass-through купон. Важно оценить влияние на капитал против выгоды, которую дает для целей ВЛА наличие зафиксированного купона. По новым правилам, которые, как планируется, вступят в силу с 2026 года, бумаги с pass-through купоном будут учитываться в ВЛА с дисконтом 25%, в то время как бумаги с зафиксированным купоном — с дисконтом 15%. Это может быть важно как самому оригинатору, если он планирует оставлять часть бумаг на балансе, так и банкам-инвесторам.

В классической многотраншевой секьюритизации ключевых элементов, по которым оригинатору необходимо принять решение, больше:

- Транширование

Ключевым вопросом является транширование — будет банк делать двухтраншевую структуру (старший транш для продажи в рынок, а младший — для сохранения на балансе по требованию регулятора) или сделает дополнительные мезонинные транши

для удовлетворения спроса инвесторов на более высокую ставку и более высокий риск. Младший транш субординирован к старшему и мезонинным траншам и первым принимает на себя риски дефолтов по портфелю. Именно наличие и размер младших траншей позволяют получить по старшему траншу высокий рейтинг (до AAA (ru.sf)). Законодательно установленный минимальный размер младшего транша составляет 20% от секьюритизируемого портфеля, в 2025 г. планируется его снижение до 5%.

Оригатору также предстоит определиться размером и формой младшего транша — законодательство предусматривает возможности структурировать младший транш в формате ценной бумаги, субординированного займа или гарантии оригинатора — и с тем, в каком порядке будут осуществляться погашения и выплата процентов по траншам.

- Револьверность

В сделке возможна статичная структура или револьверная. При статичной — продается и переупаковывается в облигации фиксированный портфель, и далее все выплаты по кредитам транслируются инвесторам. При револьверной — погашения основного долга по портфелю в течение револьверного периода направляются на покупку новых кредитов у банка и пополнение портфеля. Револьверная структура позволяет удлинить сроки сделки, но необходимо учитывать объем портфеля и темпы выдачи новых кредитов банком, а также наличие/отсутствие «аппетита» инвесторов к такой структуре.

- Своп с оригинатором

Может быть востребован, если инвесторы хотят видеть не pass-through купон, а фиксированную ставку или плавающую в форме фиксированного спреда над ключевой ставкой. Своп также может предусматривать замену фиксированной ставки на плавающую, например, если у банка портфель с фиксированной ставкой, а инвесторы хотят плавающую. Такой своп усложняет рейтингование сделки, так как к риску портфеля добавляется риск банка-оригинатора. Также необходимо анализировать влияние свопа на отчетность и нормативы банка.

- Наличие резервного обслуживающего банка

В классических сделках на мировом рынке наличие резервного обслуживающего банка, который оперативно может подхватить обслуживание кредитов в случае проблем с кредитным качеством банка-оригинатора, всегда было необходимым условием сделки. В российских реалиях последние рейтингованные и размещенные в рынок сделки не имеют в структуре резервного обслуживающего банка на момент размещения сделки. Он будет определен оригинатором в случае срабатывания определенных триггеров.

- Иные структурные элементы

Например, будет ли у организатора право/обязательство по выкупу дефолтных кредитов, опцион на обратный выкуп в конце срока и др.

• Расчет экономического эффекта

Один из самых сложных блоков работы — построение финансовой модели для комплексной оценки влияния сделки секьюритизации на отчетность и нормативы банка. Он может занять не менее месяца. Необходимо учесть все возможные элементы экономики (в частности, эффекты от продажи портфеля, восстановление резервов по портфелю и создание их по бумагам, возможное досрочное признание выплат контрагентам, учет расходов на сделку, прогноз ставки размещения, учет влияния на капитал и нормативы и др.) с учетом особенностей структуры и вариантов дистрибуции. С учетом длительности подготовки первой сделки важны стресс-модели и сценарный анализ по ключевым факторам. Структуру секьюритизации лучше основательно проработать до построения модели и принятия решения о реализации сделки, так как изменение одного из не са-

Таблица 5. Индикативный график работ в рамках реализации проекта «Секьюритизация»

Источник: составлено автором

Блоки работ в рамках реализации проекта «Секьюритизация»		1 м	2 м	3 м	4 м	5 м	6 м	7 м	8 м	9 м
1. Получение корпоративных одобрений	Принятие решения о сделке									
2. Создание рабочей группы, согласование функционала										
3. Выбор поставщиков услуг										
4. Подготовка основных условий сделки и документации										
5. Доработка ИТ-систем										
6. Создание СФО и инфраструктуры										
7. Подготовка портфеля к секьюритизации										
8. Взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля										
9. Разработка процессов и регламентов										
		Выпуск облигаций								

мых значимых элементов может повлечь за собой перестройку модели и измененные результатов.

2) РЕАЛИЗАЦИЯ ПРОЕКТА

Если расчет экономики себя оправдал и банк готов двигаться дальше, то полезным будет понимание основных блоков работ в реализации проекта (см. Таблицу 5 выше). Большая часть из них прорабатывается параллельно. Остановлюсь на наиболее комплексных работах: подготовка портфеля к секьюритизации, доработка ИТ-систем, взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля.

• Подготовка портфеля к секьюритизации

Экспресс-оценку портфеля банк проводит для принятия решения о секьюритизации. После старта реализации проекта необходима комплексная оценка портфеля и подготовка его к сделке и представлению рейтинговому агентству либо поручителю.

- Объем портфеля, подходящий под критерии выборки кредитов для пула

В отношении ИЦБ — закон об ипотечных ценных бумагах содержит ряд обязательных требований, которым должны соответствовать кредиты, включаемые в покрытие:

- Значение коэффициента кредит/задолженность должно составлять не более 80%.

- Документация должна содержать запрет на замену/отчуждение залога без согласия залогодержателя.

- Недвижимое имущество должно быть застраховано.

- Предметом кредита/займа должны являться только денежные средства.

- Предусматриваются ограничения на объемы включения в пул кредитов, обеспеченных недвижимостью, строительством которой еще не завершено, и кредитов с последующей ипотекой.

Также в отношении ИЦБ возможны дополнительные критерии выборки, согласованные с рейтинговыми агентствами либо с поручителем.

В отношении неипотечных кредитов — имеет смысл ориентироваться на критерии выборки, согласованные с рейтинго-

вым агентством, либо ориентироваться на «эталонный пул» рейтингового агентства. Такие критерии, в частности, могут включать в себя:

- тип продукта (например, «беззалоговые потребительские кредиты»);

- целевое использование (актуально для ипотеки);

- отсутствие просрочки / реструктуризации / кредитных каникул;

- отношение платежа по кредиту к доходу;

- минимальный/максимальный размер кредита;

- минимальный срок кредита с даты выдачи;

- оставшийся срок жизни кредита;

- характеристики заемщиков (например, возраст, гражданство);

- иные критерии (например, фокус на зарплатных клиентов и др.).

Лучше начинать с максимально консервативных критериев, но в зависимости от состояния и объема портфеля их можно двигать. При этом необходимо иметь в виду, что чем более широкие критерии и менее качественный портфель собирает originator, тем более дорогой станет сделка: за счет стоимости поручительства, либо высокого объема обеспечения в виде младшего транша, резервного фонда и т. д., либо необходимости увеличения ставки привлечения ввиду присвоения более низкого рейтинга.

- Отбор портфеля по риск-весам

Сложный этап работы в рамках классической секьюритизации. Банку предстоит отобрать кредиты в портфель по риск-весам оптимальным образом. С одной стороны, логично включать в портфель кредиты с наибольшими риск-весами, чтобы максимально разгрузить капитал банка. Но, с другой стороны, наибольшие риск-веса у кредитов с худшим качеством, поэтому для того, чтобы получить высокий рейтинг по старшему траншу, младший транш придется увеличить, что может нивелировать весь эффект на капитал. Кроме того, если расчет на значительную долю инвесторов-банков, нужно обратить внимание на риск-вес старшего транша, а он экспоненциально зависит от риск-весов портфеля. Если он будет

высоким, банки не смогут взять на баланс такую инвестицию.

- Проверка качества данных по портфелю

Проверка проводится как в отношении данных в информационных системах оригинатора, так и в отношении комплектности кредитных досье.

Качественные данные по кредитным продуктам — это базовое условие для проведения сделки секьюритизации. Оценить это можно на основании выгрузок из системы, взяв за основу список данных, необходимых по каждому кредиту пользователям (рейтинговое агентство / поручитель). Как показывает практика, это упражнение в первый раз может быть сложным для банка, так как данные могут храниться в разных системах, требуется настройка отчетов и т. д.

В рамках проверки случайным образом выбирается список кредитов, по каждому из которых данные из систем сверяются с данными в документации и проверяется наличие необходимой документации в досье. Если в рамках выборочной проверки выявляется достаточное количество несоответствий или отсутствующей документации, это потенциальная проблема, которая может повлечь за собой последствия от удорожания сделки вплоть до отказа от нее.

По результатам проверки при наличии достаточного числа расхождений нужно проанализировать причины и на будущее выстроить процессы так, чтобы минимизировать количество ошибок, чтобы впоследствии сделки секьюритизации можно было готовить без дополнительных проверок.

- Подготовка исторических данных по портфелю

Качественная обработка данных и отбор портфеля особо важны для неипотечных сделок, так как в них предъявляются повышенные требования к историческим данным (в отличие от ипотеки, где основное внимание направлено на залоговое обеспечение) и применяются более строгие квалификационные требования.

В рамках классической секьюритизации оригинатор также должен иметь возможность формировать винтажные таблицы — исторические таблицы, отра-

жающие поведение отобранных по заданным параметрам на определенные даты в прошлом портфелей кредитов, уровни просрочек и дефолтов по таким кредитам. Эти данные необходимы рейтинговым агентствам для анализа качества портфеля и присвоения рейтинга.

Правильная подготовка портфеля — сбалансированного пула кредитов, качественных данных в системах, хорошего представления исторических данных — ведет к присвоению высокого рейтинга, более низкой ставке размещения, снижению расходов на механизм кредитной поддержки.

• Взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля

Блок работ важен для классических многотраншевых сделок секьюритизации. Работа с рейтинговым агентством начинается одновременно с запуском проекта. Параметры для отбора пула кредитов, а также структура, основные условия сделки и документация должны быть согласованы с рейтинговым агентством.

Результатом работы рейтингового агентства в сделках секьюритизации является присвоение рейтинга (с постфиксом .sf) на основании оценки ожидаемых потерь по облигациям, которые моделируются исходя из вероятностных характеристик портфеля с учетом структуры выпуска и всех доступных механизмов поддержки. Уровень потерь по инструментам секьюритизаций с наивысшим рейтингом AAA (ru.sf) с большой долей вероятности будет нулевым даже в случае ухудшения ситуации на рынке. Такие облигации по кредитному качеству приближаются к ОФЗ и к облигациям наиболее надежных отечественных эмитентов.

Для работы рейтинговому агентству требуется глубокий анализ исторических данных на основании винтажных таблиц, проверка внутренних процессов банка, а также результаты внешнего аудита портфеля.

• Подготовка ИТ-систем

Оригинатору необходим следующий функционал ИТ-систем:

- Автоматическая подготовка отчетов для отбора пула кредитов для сделки

Как уже упоминалось выше, настройка корректной загрузки портфеля — одна из основных задач автоматизации в рамках сделки секьюритизации.

- Единовременная продажа портфеля кредитов

Количество кредитов в секьюритизируемом пуле может достигать десятков тысяч штук, и системы многих банков не готовы к автоматической единовременной продаже такого большого количества кредитов.

- Обратный выкуп кредитов

Обратный выкуп может потребоваться в случае, если были проданы кредиты, не соответствующие согласованным критериям, — банк обязан их откупить. Также структура сделки может предусматривать право либо обязательство банка по выкупу обратно на баланс дефолтных кредитов. Выкуп портфеля кредитов обратно на баланс возможен в конце срока сделки, когда остаток основного долга по портфелю снижается до минимума (как правило, менее 10%) и обсуживать структуру оригинатору становится неэффективно.

- Обособленный учет проданного портфеля кредитов

Проданный портфель не должен входить в банковскую отчетность, однако, оставаясь обслуживающим банком, оригинатор должен продолжать вести полноценный учет каждого кредита, и клиенты должны продолжать получать тот же уровень сервиса, что и до того, как их кредит был секьюритизирован. Помимо этого, оригинатор должен иметь возможность передать резервному сервисному агенту всю информацию по кредитному портфелю при передаче обслуживания.

- Автоматизация подготовки сервисных и иных отчетов

Оставаясь обслуживающим банком, оригинатор обязан готовить отчет сервисного агента. Отчет включает в себя определенный необходимый инвесторам для мониторинга сделки набор данных и публикуется в свободном доступе. Кроме того, оригинатор должен автоматизировать подготовку отчетов для потенциального резервного обслуживающего банка, чтобы иметь возможность опера-

тивно передать обслуживание при необходимости.

Автоматизация по всем перечисленным выше направлениям проводится в разрезе отчетности РСБУ, МСФО, налоговых регистров, расчета банковских нормативов, учета во внутренних лимитах и риск-метриках.

3) ВЫПУСК БУМАГ

И ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ИНВЕСТОРАМИ

Завершающим этапом проекта является продажа портфеля эмитенту и выпуск ценных бумаг. В зависимости от структуры и целей сделки банк принимает решение оставить бумаги на своем балансе для последующего использования в рамках РЕПО либо разместить среди рыночных инвесторов.

Участие потенциальных инвесторов в большой степени зависит от рейтинга. Старший транш, как правило, стараются сделать с максимально возможным рейтингом для широкой рыночной дистрибуции. Мезонинные транши могут быть ниже рейтингом или не иметь рейтинга и быть рассчитаны на инвесторов с более высоким профилем риска. Как правило, это адресные размещения.

Секьюритизации имеют ряд преимуществ для инвесторов:

- высокий рейтинг AAA (ru.sf) и низкий риск;
- более высокая доходность, чем по корпоративным облигациям с аналогичным рейтингом;
- диверсификация инвестиций;
- ежемесячные купоны.

Повторение американского кризисного сценария 2008–2009 годов на российском рынке вряд ли возможно. Банк России ведет достаточно эффективную политику по управлению рисками банковской системы и, в частности, достаточно жестко регулирует рынок секьюритизации. Например, требование об обязательном удержании младшего транша оригинатором — один из важных элементов структуры, который не дает банкам снижать качество кредитного портфеля.

Правильно структурированная секьюритизация российских банков и банков СНГ в период кризиса 2008–2009 гг. рекомендовала себя как отличный ин-

струмент для инвестиций. В то время как банки-оригинаторы договаривались с инвесторами в евробонды и рублевые облигации об отсрочках, секьюритизированные бумаги этих банков исправно платили купоны и гасились.

Основной минус сделок секьюритизации — это нефиксированные денежные потоки от погашения. Ориентировочный график погашения по сделке, привязанный к графику погашения кредитов в портфеле, в зависимости от массового поведения заемщиков может меняться: например, в период снижения рыночных ставок заемщики с большой долей вероятности будут гасить существующие кредиты в портфеле и рефинансироваться под более низкие ставки. Для инвестора это означает досрочное погашение облигаций, недополучение запланированного дохода и необходимость reinvestировать уже по более низким ставкам на рынке.

Ключевые категории инвесторов:

- 1) банки;
- 2) пенсионные фонды и страховые компании;
- 3) управляющие компании;
- 4) розничные инвесторы.

Основные объемы на российском рынке размещаются среди институциональных инвесторов, однако по мере развития рынка секьюритизации интерес розничных инвесторов к инструменту растет.

Одним из ограничивающих факторов при продажах являются специфические регуляторные ограничения для различных категорий инвесторов. В частности, для того чтобы покупать секьюритизированные бумаги, розничные инвесторы должны быть квалифицированы либо протестированы брокером, иначе сумма возможной инвестиции конкретного лица будет ограничена минимальной суммой. Пенсионные фонды и страховые компании пока могут инвестировать только ИЦБ с высоким рейтингом, а иные бумаги с рейтингом и с постфиксом sf. не имеют возможности покупать. В отношении бан-

ков нормативная база проработана недостаточно, нет четких инструкций по методике резервирования, а приобретение бумаг в торговый портфель может быть очень дорого с точки зрения капитала с учетом «атавизмов» в регулировании, например, отсылки к иностранным рейтингам по бумагам. Для банков исключительно важен риск-вес по приобретаемым инвестициям, в то время как розничным инвесторам он неважен, а важны в большей степени рейтинг и ставка.

Другой фактор — сложность инструмента и слабое знакомство с ним и розничных, и институциональных инвесторов. Поэтому продавать секьюритизированные бумаги сложно, и требуется значительная работа по объяснению особенностей сделок. Среди институциональных инвесторов покупать такие бумаги готовы лишь единицы. Оригинатору необходимо выстроить грамотный маркетинг и структуру продаж. Важно качественно и понятно представить потенциальным инвесторам информацию о бумагах, об обеспечивающем портфеле кредитов, его характеристиках и структуре сделки. Информирование инвесторов важно не только в момент продажи, оно должно идти в течение всего срока сделки.

Регулярное предоставление рынку информации о бумагах входит в функционал расчетного агента, которым в существующих российских сделках, как правило, является банк-оригинатор. Функции расчетного агента могут различаться в зависимости от типа активов в покрытии и особенностей структуры. Стандартно они сводятся к расчетам процентных доходов и сумм погашения по облигациям и иным структурным элементам, формированию реестров денежных потоков и водопадов платежей, а также составлению отчетов для инвесторов. Чем более аккуратную и понятную информацию дает расчетный агент, тем большее доверие инвесторов формируется к сделке и рынку секьюритизации в целом.



Екатерина ДЕМЬЯНЧЕНКО,
специалист отдела
долговых рынков России,
СНГ и Китая, Cbonds

Структурные особенности новых выпусков секьюритизации на российском рынке

Рынок секьюритизации в России демонстрирует активность: крупные банки наращивают объемы сделок, привлекая инвесторов высокой доходностью и структурной надежностью. В конце марта Газпромбанк разместил облигации, обеспеченные портфелем потребительских кредитов, на 5 млрд рублей, а уже в начале апреля Т-Банк провел аналогичную сделку на 4.5 млрд рублей. Эти операции отражают растущий спрос на инструменты секьюритизации, однако подходы банков различаются: если Газпромбанк делает ставку на кредитное усиление и рейтинговую поддержку, то Т-Банк привлекает инвесторов рекордным спросом и высокой ставкой.

В конце марта Газпромбанк провел сделку по секьюритизации портфеля

потребительских кредитов на общую сумму 5 млрд рублей. Объем старшего транша облигаций (серия А1) составил 4 млрд рублей с фиксированным купоном в размере 21.5% годовых. Объем младшего транша (серия Б1) — 1 млрд рублей с фиксированным купоном в размере 0.01% годовых и дополнительным доходом, зависящим от суммы поступлений по процентам от кредитов. Эмитентом облигаций является ООО «СФО ГПБ-СПК». Организатором двух сделок выступил Газпромбанк, представителем владельцев облигаций — Регион Финанс.

Размещение облигаций старшего транша осуществлялось по открытой подписке среди широкого круга инвесторов. Интерес к размещению облигаций старшего транша проявили инвестиционные и управляющие компании, а также част-

ные инвесторы, доля которых составила 82% от объема размещения. Общее количество сделок при первичном размещении — 1598 штук. Облигации младшего транша выкуплены в полном объеме Газпромбанком.

Рейтинговое агентство «Эксперт РА» присвоило старшему траншу облигаций наивысший кредитный рейтинг ruAAA.sf, таким образом подтвердив надежность структуры сделки на самом высоком уровне.

Условиями выпуска серии A1 предусмотрены меры кредитного усиления:

- Размер находящегося в обеспечении портфеля потребительских кредитов составляет 125% от размера старшего транша.

- По сделке предусмотрен резерв в размере до 12% от объема старшего транша, за счет которого в случае недостаточных поступлений по портфелю потребительских кредитов происходит исполнение обязательств перед владельцами облигаций. Резерв сформирован в виде безотзывной возобновляемой кредитной линии, предоставленной Газпромбанком.

- В сделке присутствует существенный спред между ставкой купона по облигациям старшего транша и средневзвешенной ставкой по портфелю потребительских кредитов в обеспечении (около 28% годовых), таким образом процентные поступления по портфелю потребительских кредитов значительно превышают расходы на выплату купона по старшему траншу и операционные расходы по сделке.

Для сравнения объем портфеля в залоговом покрытии по схожим рыночным сделкам, таким как СФО СБ Секьюритизация (класс А), СФО ВТБ РКС Эталон (04), СФО Совком Секьюр (класс А), составляет также около 125% от объема выпуска. Однако резервный фонд по данным выпускам ниже, чем у сделки СФО ГПБ-СПК, и находится на уровне 9–11%.

По старшему траншу предусмотрен ковенантный пакет, включающий в себя дополнительные основания для предъявления требований о досрочном погашении облигаций, а именно совершение эмитентом сделок, выходящих за рамки его правоспособности и нарушающих требования, установленные Законом о РЦБ,

а также принятие к производству заявления о признании эмитента банкротом.

Газпромбанк на протяжении последних нескольких лет последовательно развивает направление по секьюритизации собственных активов. На текущий момент в обращении находятся десять сделок секьюритизации. Общий объем выпусков по непогашенному номиналу составляет около 215 млрд рублей.

В начале апреля на рынке состоялась еще одна крупная сделка секьюритизации от Т-Банка. Это облигации «Т-Кредитный поток», обеспеченные портфелем потребительских кредитов, с фиксированной ставкой 25% годовых и ежемесячными выплатами купонов. В основе инструмента — портфель потребительских кредитов, выданных Т-Банком его клиентам. Эмитентом данного выпуска является ООО «СФО ТБ-3». Организатором выступил Совкомбанк, представителем владельцев облигаций — Рондо Капитал. Объем выпуска составил 4.5 млрд рублей. Представители Т-Банка сообщили о том, что в первые сутки после старта размещения был собран весь запланированный объем выпуска. В течение вторых суток спрос увеличился в 5 раз, в связи с чем банк вынужден был сократить срок сбора заявок. Общее количество сделок на бирже составило 35 248 штук. Самая крупная сделка при первичном размещении — 114 млн руб. Наибольшую долю в структуре размещения (29%) заняли сделки объемом от 2 до 10 млн рублей, второе место заняли сделки объемом от 500 тыс. до 2 млн рублей (23%).

В отличие от сделки Газпромбанка, выпуску СФО ТБ-3 на момент размещения облигаций не присвоен кредитный рейтинг.

Залогом по облигациям выступают денежные требования к заемщикам (кредитные права). На дату утверждения Проспекта их сумма составляет 27.8 млрд рублей, но к моменту начала размещения прогнозируется не менее 1 млрд рублей.

В портфеле Т-Банка в активном статусе находится три сделки секьюритизации общим объемом по непогашенному номиналу около 6 млрд рублей. После успешного размещения выпуска облигаций СФО ТБ-3 банк сообщил о готовности разме-

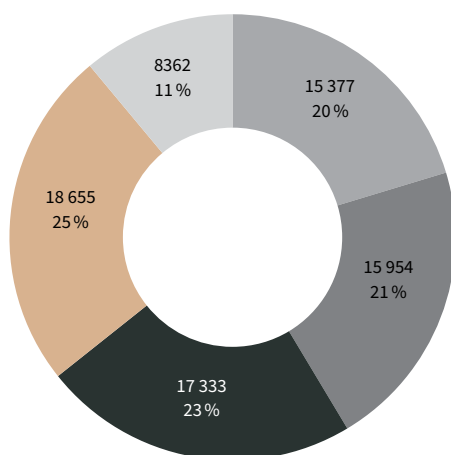
стить новый выпуск для более широкого круга инвесторов.

Весенние сделки демонстрируют активный интерес рынка к секьюритизации потребительских кредитов. Если Газпромбанк делает ставку на надежность

и высокий кредитный рейтинг, то Т-Банк привлекает инвесторов доходностью и динамичным размещением. Тренд на рост подобных операций сохраняется, что может способствовать дальнейшему развитию этого сегмента в России.

Рисунок 1. Сводный график распределения спроса на сделки по секьюритизации 2024–2025 гг., количество сделок (шт.)

Источники: Cbonds, Московская биржа



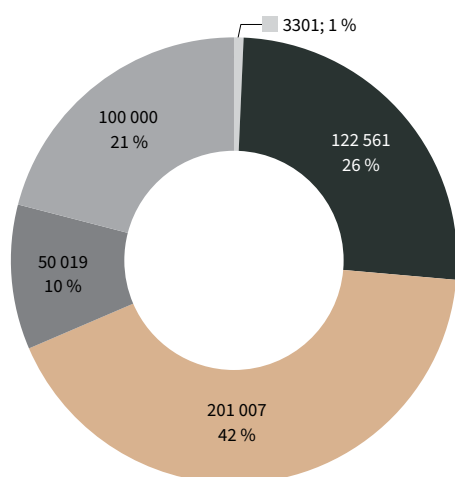
1 тыс. руб. и менее > 10–100 тыс. руб.
 > 1–5 тыс. руб. 100 тыс. руб. и более
 > 5–10 тыс. руб.

Графики составлены для следующих выпусков:

ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-45
 ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-46
 ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-47
 ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-48
 ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-49
 ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-50

Рисунок 2. Сводный график распределения спроса на сделки по секьюритизации 2024–2025 гг., млн руб.

Источники: Cbonds, Московская биржа



1 млн руб. и менее > 30 000–70 000 млн руб.
 > 1–20 000 млн руб. 70 000 млн руб. и более
 > 20 000–30 000 млн руб.

СФО ГПБ-СПК, А1
 СФО МОС МСП 6, А-2023
 СФО РЛО, А
 СФО СБ Секьюритизация, Класс А
 СФО Совком Секьюр, Класс А
 СФО Сплит Финанс 1, 01
 СФО ТБ-3, А

The background is dark gray with several overlapping hexagons in shades of brown, tan, and gray. A large, light-orange hexagon with a white border is centered in the upper half. Inside this hexagon, the text 'ABS', 'CMBS', and 'RMBS' is written in white, bold, sans-serif font, stacked vertically. There are also white line-art hexagons and other geometric shapes scattered around the central hexagon.

ABS
CMBS
RMBS

Приложение 1

Участники рынка

Компании — организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке

Название	Сайт
Sber CIB	www.sbercib.ru
Абсолют Банк	www.absolutbank.ru
Альфа-Банк	www.alfabank.ru
Атон	www.aton.ru
Банк «Держава»	www.derzhava.ru
Банк ДОМ.РФ	www.domrfbank.ru
БК Регион	www.region.broker
БКС КИБ	www.bcsqm.com
ВТБ Капитал Трейдинг	www.vtbcapital.ru
Газпромбанк	www.gazprombank.ru
Диалот	www.dialot.ru
ИК Риком-Траст	www.ricom.ru

Название	Сайт
Инвестиционный банк Синара	http://sinara-finance.ru
ИФК Солид	www.solidbroker.ru
Металлинвестбанк	www.metallinvestbank.ru
Московский кредитный банк	http://mkb.ru
МСП Банк	www.mspbank.ru
Банк ПСБ	www.psbank.ru
Райффайзенбанк	www.raiffeisen.ru
Совкомбанк	www.sovcombank.ru
Т-Банк	www.tbank.ru
Транскапиталбанк	www.tkbbank.ru
ТРИНФИКО	www.trinfico.ru
Экспресс-Кредит	www.expresskd.ru



Банк ВТБ – международная финансовая группа, предоставляющая широкий спектр банковских услуг. В России ВТБ работает с клиентами через разветвленную региональную сеть.

Дочерние организации Группы предоставляют услуги по лизингу, факторингу и другие финансовые сервисы и продукты.

С более подробной информацией можно ознакомиться на сайте: www.vtb.ru

8 800 100 24 24 / VTB.RU

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



SberCIB — выделенный бизнес-сегмент в составе корпоративно-инвестиционного блока Сбербанка, который работает с крупнейшими клиентами. Данное направление бизнеса предоставляет широкий спектр финансовых решений: от традиционного кредитования до мезонинного и акционерного финансирования, а также хеджирование валютных, процентных и товарных рисков, операции на финансовых рынках, инвестиционную аналитику и сопровождение сделок.

Эксперты компании оказывают полный спектр услуг по секьюритизации, включая анализ активов будущего эмитента, разработку эффективной структуры портфеля, сопровождение процесса взаимодействия с инвесторами, в том числе премаркетинг, размещение и прочие услуги. Команда SberCIB работает как с институциональными инвесторами, так и с клиентами брокерского обслуживания Сбербанка и имеет успешный опыт проведения сделок ипотечной секьюритизации совместно с ДОМ.РФ, секьюритизации собственных потребительских кредитов и организации многотраншевых секьюритизаций для других банков.

Банк обладает командой профессионалов с большим опытом работы на финансовых рынках, инфраструктурой по аналитическому покрытию, структурированию и дистрибуции продуктов.



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

На правах рекламы



ДОМ.РФ – ключевой игрок на рынке жилищного строительства. Более 25 лет создает лучшие условия для жизни по всей стране.

Развитие ипотечной секьюритизации – одно из основных направлений деятельности ДОМ.РФ. Госкомпания обеспечивает инфраструктуру для выпуска и предоставляет поручительство по стандартизированным однотраншевым ипотечным облигациям, помогая снижать риски на рынке ипотечного жилищного кредитования и ипотечных ценных бумаг.

С 2016 года состоялось 74 выпуска облигаций на сумму почти 3 трлн рублей. Сегодня ИЦБ ДОМ.РФ составляет 99% от общего объема ипотечных ценных бумаг и около 6% от всех корпоративных облигаций в обращении.

На правах рекламы



Совкомбанк — быстрорастущая и высокодоходная финансовая группа с диверсифицированной бизнес-моделью, которая включает розничный, корпоративный и инвестиционный сегменты.

В состав Группы также входят небанковские направления: страхование, закупки, факторинг, лизинг и Wealth Management. Такое сочетание услуг создает значительный синергетический эффект и позволяет предлагать клиентам комплексное обслуживание.

ПАО «Совкомбанк»

123022, г. Москва, 1-й Земельный
переулок, 1, БЦ «Земельный»

+7 495 988 93 70

cib@sovcombank.ru
sovcombank.ru

Генеральная лицензия № 963 от 5 декабря 2014 г.

Наши масштабы:

- Банк представлен 2 000 офисами в 7 регионах России.
- Группа Совкомбанка обслуживает 10 млн активных розничных клиентов и 200 тыс. компаний.

Потенциал для роста:

Небольшая доля рынка открывает для Совкомбанка значительные возможности для дальнейшего развития. Мы активно инвестируем в технологии и сотрудничаем с крупнейшими компаниями страны.

Достижения:

- Совкомбанк входит в топ-5 организаторов облигаций, а также организаторов сделок секьюритизации и ипотечных облигаций в России по итогам 2019–2024 гг. (по версии Cbonds).
- Кредитные рейтинги Банка:
 - Эксперт РА: ruAA (стабильный);
 - АКРА: AA (стабильный);
 - НКР: AA- (позитивный).

На правах рекламы

АЛЬФА-БАНК — КРУПНЕЙШИЙ УНИВЕРСАЛЬНЫЙ ЧАСТНЫЙ БАНК В РОССИИ, ВХОДИТ В СПИСОК СИСТЕМООБРАЗУЮЩИХ БАНКОВ.



На протяжении 30 лет занимает ведущие позиции во всех сегментах банковского бизнеса. Клиентская база составляет более 1,9 млн корпоративных клиентов и 36 млн физических лиц.

Альфа-Банк развивается по модели Phygital, сочетая цифровые инновации с эффективной сетью физического присутствия, которая насчитывает более 700 офисов и более 2500 городов с доставкой.

Telegram-канал для корпоративных
клиентов «Масштабный бизнес»



На правах рекламы

Банки-оригинаторы — участники рынка ипотечного кредитования*

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2024 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2023 году, %
Сбербанк	2 521 816	-46
ВТБ	1 004 096	-33
Альфа-Банк	451 510	16
Банк ДОМ.РФ	202 885	-20
Совкомбанк	154 013	21
Банк ПСБ	128 469	80
Россельхозбанк	101 504	26
Т-Банк	53 410	2.3
РНКБ	45 827	13.3
Абсолют Банк	33 141	71
Газпромбанк	31 494	-77
Санкт-Петербург	27 157	-30
Уралсиб	23 544	-43
Московский кредитный банк	23 294	-17
Центр-инвест	20 325	9.3
АТБ	19 117	454
Металлинвестбанк	18 484	—
Левобережный	15 033	56
Примсоцбанк	12 140	37
Транскапиталбанк	11 523	4.3
Кубань Кредит	11 110	2.6
ВБРР	8674	26
МТС Банк	7421	0.1
БЖФ Банк	5908	4.5
Финстар	341	—

Источник: РУСИПОТЕКА

*Топ-25 ведущих ипотечных банков по итогам 2024 года согласно рейтингу компании ООО «РУСИПОТЕКА».

Российские рейтинговые агентства

Название	Сайт
АКРА	www.acra-ratings.ru
«Эксперт РА»	www.raexpert.ru
Национальные Кредитные Рейтинги	www.ratings.ru
Национальное Рейтинговое Агентство	www.ra-national.ru

Expert

РЕЙТИНГОВОЕ
АГЕНТСТВО

Настоящие рейтинги

АО «Эксперт РА»

109240, Россия, Москва,
ул. Никольямская, дом 13, стр. 2
+7 (495) 225 3444

www.raexpert.ru



Следите за нашими
новостями в Telegram
[@expert_ra](https://t.me/expert_ra)

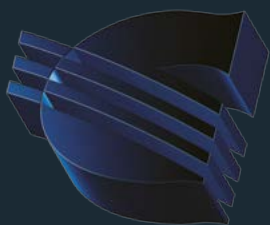
«Эксперт РА» — лидер российского рынка рейтинговых услуг

Основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством, как по числу клиентов, так и по числу сотрудников. Агентством поддерживается более 1 000 кредитных рейтингов.

Модели оценки качества кредитных портфелей «Эксперт РА» прошли валидацию на обширной российской статистике. Команда аналитиков представлена профессионалами с большим практическим опытом структурирования сделок секьюритизации, кредитного анализа деятельности банков и проектного финансирования.

Юридические и финансовые консультанты

Название	Сайт
Baker & McKenzie	www.bakermckenzie.com
Clifford Chance	www.cliffordchance.com
LECAP	www.lecap.ru
FOCUS Management	www.uk-focus.ru
Trewetch Group	www.trewetch-group.ru
«АБ Проспект»	www.prospect-lf.ru
«Деловые Решения и Технологии»	www.delret.ru
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»	www.epam.ru
«Иванян и партнеры»	www.ivanyan.partners
«Корельский, Ищук, Астафьев и партнеры»	www.kiaplav.ru
«Ласета Партнерс»	www.laseta-partners.ru
«Линия права»	www.lp.ru
«Линклейтерз»	www.linklaters.com
«Меллинг, Войтишкин и партнеры»	www.mv.legal



СОЛИД Менеджмент — результаты громче слов!

- Первый зарегистрированный выпуск структурных облигаций в РФ в 2019 году;
- первая сделка на рынке с использованием структуры СФО + ЗПИФ в РФ.

2024 год: зарегистрировано 9 выпусков структурных облигаций, зарегистрированный общий объем всех выпусков около 2 трлн рублей (1 943 680 000 000 руб.)

Клиентами СОЛИД Менеджмент являются:

Яндекс
VK
Детский Мир
Норникель

Полкус Золото
Ozon
ДелиМобиль
и др.

Мы являемся первопроходцами для многих нестандартных решений на рынке ценных бумаг, а также через нашу экосистему предлагаем исчерпывающий перечень услуг для будущих клиентов в сфере структурного финансирования и секьюритизации.

ПВО, юридическое консультирование и структурирование продуктов, диверсификация санкционных рисков и т. д.



Луиза ЛЕСНАЯ
Директор

Тел. +7 499 286-20-31
lesnayaluiza@trewetch-group.ru

119435
Россия, Москва,
Большой Саввинский пер.,
д. 10, стр. 2А
trewetch-group.ru

На правах рекламы

Тревич Групп

группа российских компаний, предоставляющих административные и бухгалтерские услуги на рынке структурированных финансов в национальных сделках секьюритизации и проектного финансирования.

- Управляющая компания
- Единоличный исполнительный орган
- Бухгалтерский и налоговый учет
- Раскрытие информации
- Юридический консалтинг

Квалифицированная команда сопровождает специализированные финансовые общества от создания до ликвидации.

Комплексные и эффективные решения в структурировании и реализации сделок на рынках капитала



- Более 15 лет ведем крупнейшие проекты на рынках акционерного и долгового капитала, структурных финансов, M&A
- Сопроводили 7 IPO/SPO и 100+ выпусков облигаций за 2024 год
- GR-услуги: налаженные отношения с Банком России и Московской Биржей
- В команду входят юристы, квалифицированные по английскому праву и праву ЕС
- Создаем новые инструменты: от идеи до выпуска «на поток»



- Независимая управляющая компания SPV: 2,5 трлн руб. под управлением
- Создание и сопровождение специализированных финансовых обществ (СФО) — tax-free конструкции для секьюритизации / переупаковки активов в структурные облигации
- Превосходим ЭПИФы по экономичности и гибкости переупаковок
- Даем доступ в 10+ иностранных юрисдикций
- Уникальные решения для торговых стратегий и корпоративных структур на базе СФО



- Первый российский трасти по еврооблигациям
- Более 10 лет лидируем на российском рынке представителей владельцев облигаций
- Оказание услуг информационного и табуляционного агента
- Организация взаимодействия с инвесторами на рынках капитала
- Агент по реструктуризации долга

lecap@lecap.ru
www.lecap.ru
+7 (495) 122 05 17

info@uk-focus.ru
www.uk-focus.ru
+7 (495) 197 83 77

info@lcpis.ru
www.lcpis.ru
+7 (499) 550 95 26

На правах рекламы

Крупнейшие депозитарии по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов РС (деп.)*

№ п/п	Наименование	Статус	РС (деп.), млн руб.	Сайт
1	АО «Специализированный депозитарий "ИНФИНИТУМ"»	Специализированный депозитарий	7 475 087.11	www.specdep.ru
2	АО «ВТБ Специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	3 247 474.90	www.vtbsd.ru
3	ООО «СДК "Гарант"»	Специализированный депозитарий	2 662 150.28	www.sdkgarant.ru
4	АО «Независимый специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	727 812.69	www.nzsd.ru
5	АО «Центральный депозитарий Республики Татарстан»	Депозитарий	659 090.45	www.cdrtkzn.ru
6	АО «НРК — Р.О.С.Т.»	Специализированный депозитарий	551 524.52	www.rrost.ru
7	ООО «СД Партнер»	Специализированный депозитарий	534 004.14	www.depositary.ru
8	АО «ДК РЕГИОН»	Специализированный депозитарий	205 560.65	www.region-dk.ru
9	АО «Национальная кастодиальная компания»	Специализированный депозитарий	23 049.69	www.nkk-sd.ru

* По данным Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) в сотрудничестве с Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) на 30.06.2024, www.safedepo.ru.



РЕГИОН
ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ

ТОП-5

По данным ПАРТАД за 6 месяцев 2024 г.

В национальном рейтинге спецдепозитариев

В ранкинге спецдепозитариев по суммарной величине собственных средств и страхового покрытия

под контролем

более **1,2**
трлн рублей*

проверено

>800 000
закладных*

на учете

>190 000
электронных закладных*

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 045-09028-000100, выданная ФСФР России 4 апреля 2006 года, без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов № 22-000-0-00088, выданная ФСФР России 13 мая 2009 года, без ограничения срока действия.

* на конец 2024 года

АО «ДК РЕГИОН»

На правах рекламы

Топ-10 крупнейших управляющих компаний по стоимости чистых активов (СЧА)*

№ п/п	Управляющая компания	СЧА в управлении, млн руб.	Сайт
1	Первая	626 238.42	www.first-am.ru
2	ВИМ Инвестиции	493 954.11	www.wealthim.ru
3	Альфа-Капитал	372 348.85	www.alfacapital.ru
4	Т-Капитал	175 617.60	http://t-capital-funds.ru
5	Райффайзен Капитал	79 213.02	www.raiffeisen-capital.ru
6	Атон-менеджмент	75 804.67	www.am-aton.ru
7	Брокеркредитсервис	40 321.22	www.bcs.ru
8	Промсвязь	38 488.29	www.upravlyaem.ru
9	РСХБ Управление Активами	26 858.16	www.rshb-am.ru
10	ААА Управление Капиталом	23 367.42	www.aacapital.ru

* По данным Investfunds.ru на 28.02.2025.

Топ-10 крупнейших фондов недвижимости по стоимости чистых активов (СЧА)*

№ п/п	Фонд	Управляющая компания	СЧА, млн руб.	Сайт
1	Современный 7	Современные Фонды Недвижимости	107 354	www.sfn-am.ru
2	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Управление активами	100 622	www.domrf-am.ru
3	Казанский земельный инвестиционный фонд	Капитал-Траст-Инвест	43 151	www.uk-capitalinvest.ru
4	Современный 8	Современные Фонды Недвижимости	42 287	www.sfn-am.ru
5	АК БАРС — Горизонт	АК БАРС КАПИТАЛ	23 935	www.akbars-capital.ru
6	Михайловский — Рентный	Михайловский	21 294	www.ukmik.ru
7	РВМ Мегapolis	РВМ Капитал	13 562	www.rwmcapital.ru
9	РД 2	Сбережения плюс	11 628	www.savingsim.ru
8	Реконструкция и Развитие	Деловой Дом Калита	10 841	www.ukkalita.com
10	Современный Арендный бизнес	Современные Фонды Недвижимости	9387	www.sfn-am.ru

* По данным Investfunds.ru на 28.02.2025.

The background is dark gray with several overlapping hexagons in shades of brown, tan, and gray. A large, light orange hexagon is centered, containing the text. To the right of this hexagon is a white outline of a hexagon. In the bottom right corner, there are white geometric shapes: a double chevron pointing right and a small solid white hexagon.

ABS CMBS RMBS

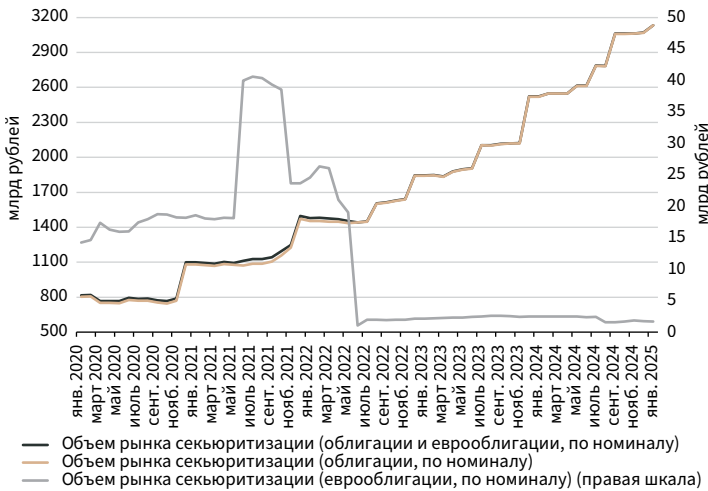
Приложение 2

Статистика рынка



Рисунок 1
Объем новых размещений на внутреннем рынке секьюритизации и ИЦБ
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 2
Объем рынка секьюритизации
Источник: Cbonds.ru



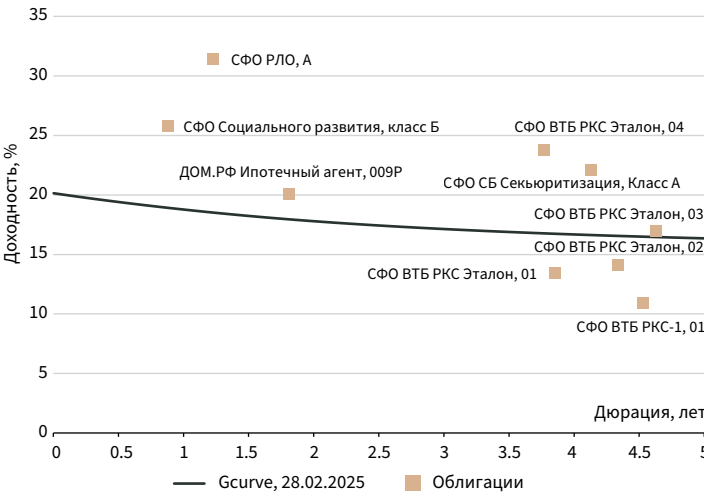


Рисунок 3
Карта доходности на рынке секьюритизации, обеспеченных и ипотечных облигаций, 28 февраля 2025 года
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 4
Крупнейшие originаторы по объему секьюритизированных активов (по номиналу)
Источник: Cbonds.ru

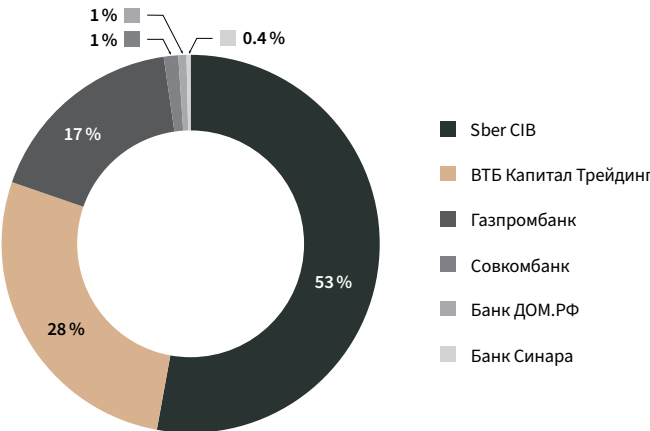
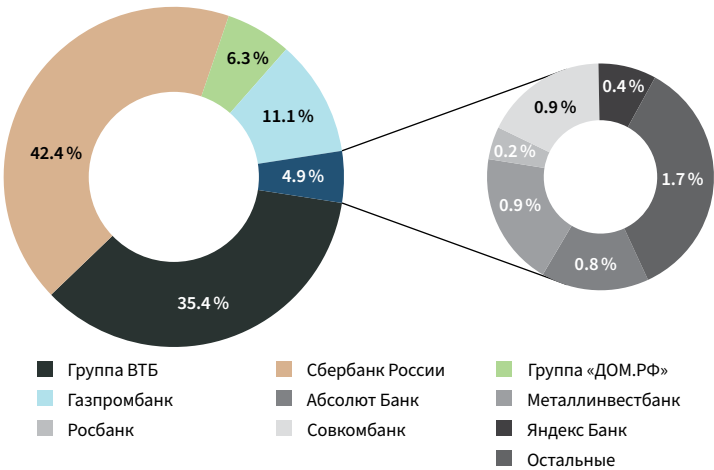


Рисунок 5
Крупнейшие организаторы по объему размещения облигаций на рынке секьюритизации в 2024 году
Источник: Cbonds.ru

Таблица 1. Сделки секьюритизации* на российском долговом рынке

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
АБСОЛЮТ БАНК (- / ruA- / A-.ru / — **)							
Ипотечный агент Абсолют 5, 01	3003.0	656.5	10.08.2020	12.12.2052	6.35	AAA(ru.sf) / -	Райффайзенбанк, АБСОЛЮТ БАНК, БКС Глобал маркетс
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-15	10 093.4	6318.7	24.12.2021	28.09.2031	7.83	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-24	10 034.8	7335.2	28.10.2022	28.09.2032	7.85	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	23 131.2	14 310.4					
Банк БЖФ (- / ruBV- / — / — **)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 01	2108.6	130.5	28.12.2016	28.12.2039	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 03	1957.9	141.9	26.12.2017	28.10.2037	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ИА Титан-5, класс А	2540.0	1396.8	20.02.2023	26.06.2050	10.65	AAA(ru.sf) / -	Sber CIB
ИА Титан-5, класс Б	300.0	249.3	16.02.2023	26.06.2050	11.00	-/-	Sber CIB
ИА Титан-5, класс В	300.0	300.0	16.02.2023	26.06.2050		-/-	Sber CIB
Итого	7206.5	2218.5					
Газпромбанк (AA+(RU) / ruAA+ / — / — **)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 017Р	7244.7	2558.2	30.10.2020	28.11.2050	5.20	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-05	49 087.0	17 917.7	25.12.2020	28.03.2051	6.40	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-11	48 293.5	27 802.1	28.10.2021	28.10.2031	6.80	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-28	48 883.7	33 199.9	26.12.2022	28.09.2032	7.75	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-37	29 839.2	25 506.8	29.09.2023	23.09.2033	Определяет эмитент	-/-	Банк ДОМ.РФ, Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-41	22 247.1	18 845.1	25.12.2023	28.09.2033	7.80	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-44	59 689.8	55 288.9	22.05.2024	23.12.2054	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-50	29 990.8	28 988.8	26.09.2024	23.05.2055	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
СФО ГПБ-СПК, А1***	4000	4000	28.03.2025	26.03.2034	21.5	- / ruAAA.sf	Газпромбанк
СФО ГПБ-СПК, Б1***	1000	1000	28.03.2025	26.12.2074	0.01	-/-	Газпромбанк
Итого	300 275.7	215 107.4					

* Приведены сделки с активным статусом на 27.02.2025, данные сгруппированы по оригинатору и упорядочены по дате размещения.

** Кредитные рейтинги от АКРА / «Эксперт РА» / НКР / НРА.

*** Сделки с активным статусом на 10.04.2025.

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Группа ВИС (A(RU) / ruA+ / — / — **)							
СФО Социального развития, класс А	3216.1	1263.9	30.06.2020	08.01.2027	10.21	- / ruA+.sf	БКС Глобал маркетс, Банк ФК Открытие, Совкомбанк, Банк ДОМ.РФ
СФО Социального развития, класс Б	1798.5	706.8	30.06.2020	08.01.2027	16.31	- / ruA-.sf	БКС Глобал маркетс, Банк ФК Открытие, Совкомбанк
СФО Социального развития, класс М	560.0	546.0	30.06.2020	08.01.2027	Определяет эмитент	-/-	
Итого	5574.6	2516.6					
Группа ВТБ (AAA(RU) / ruAAA / AAA.ru / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 002Р	48 197.8	2527.5	07.12.2017	28.04.2046	11.50	-/-	Арована Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 006Р	74 263.8	9447.8	26.11.2018	28.05.2048	9.95	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 009Р	72 973.5	12 025.3	29.05.2019	05.04.2029	9.50	-/-	Банк ДОМ.РФ, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 010Р	95 652.8	19 969.4	30.10.2019	28.09.2049	8.91	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 013Р	96 608.1	20 803.6	25.12.2019	07.05.2050	9.69	-/-	ВТБ Капитал, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-04	191 455.7	63 703.1	21.12.2020	28.06.2051	7.90	-/-	Арована Капитал
СФО ВТБ РКС-1, 01	35 000.0	21 201.6	26.10.2021	01.12.2030	8.00	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-16	207 605.0	116 468.5	23.12.2021	28.11.2031	7.65	-/-	Арована Капитал
СФО ВТБ РКС Эталон, 01	10 000.0	3907.2	15.12.2022	02.04.2030	11.00	- / ruAAA.sf	Совкомбанк, Банк ВТБ (ПАО)
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-29	54 789.5	38 991.5	22.12.2022	28.11.2032	22.70	-/-	Брокерская компания Платформа
СФО ВТБ РКС Эталон, 02	10 000.0	6024.5	03.05.2023	03.04.2031	11.00	- / ruAAA.sf	Банк ФК Открытие, ВТБ Капитал Трейдинг, Совкомбанк
СФО ВТБ РКС Эталон, 03	1758.3	1534.4	17.10.2023	03.12.2032	13.50	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-39	49 927.8	43 192.5	22.12.2023	28.11.2033	22.86	-/-	Банк ФК Открытие, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-40	109 723.7	90 748.1	25.12.2023	28.11.2033	9.00	-/-	Банк ФК Открытие
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-47	50 019.4	48 117.7	30.09.2024	28.05.2053	22.30	-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-48	99 999.6	94 802.6	30.09.2024	28.11.2054	8.50	-/-	

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-49	80 066.9	76 740.1	30.09.2024	28.08.2055	12.68	-/-	
СФО ВТБ РКС Эталон, 04	1797.8	1576.6	07.10.2024	01.12.2032	21.50	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
Итого	1 289 839.7	671 782.0					
Группа ДОМ.РФ (AAA(RU) / ruAAA / — / — **)							
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс А3	6459.0	923.8	17.02.2015	13.06.2047	10.50	-/-	Газпромбанк
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс Б	684.8	684.8	17.02.2015	13.06.2047	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 004Р	4751.3	568.6	08.10.2018	28.09.2047	8.30	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 008Р	5149.9	747.6	25.12.2018	28.12.2044	9.28	-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 014Р	6652.6	2017.9	26.06.2020	28.05.2047	5.75	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 015Р	16 252.7	4053.9	18.06.2020	28.05.2049	5.90	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 018Р	14 018.9	5062.9	19.11.2020	28.02.2051	5.85	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-02	10 206.3	3876.2	18.12.2020	28.11.2050	6.05	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-03	16 540.1	5071.2	10.12.2020	28.12.2049	6.00	-/-	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-07	11 252.3	4263.3	22.04.2021	28.06.2049	6.90	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-09	9749.2	5111.3	07.09.2021	28.08.2031	7.65	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-12	1857.3	991.2	29.10.2021	28.08.2031	5.50	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-13	5353.1	3078.0	17.11.2021	28.10.2031	21.65	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-17	31 410.3	17 975.2	21.12.2021	28.11.2031	6.80	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-18	6183.7	4324.1	03.06.2022	28.05.2032	21.40	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-19	6704.2	4692.8	01.07.2022	28.06.2032	21.65	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-22	6638.7	5040.7	29.09.2022	28.09.2032	21.60	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-26	5477.8	4341.3	30.11.2022	28.11.2032	21.47	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-27	20 597.3	14 078.7	12.12.2022	28.11.2032	7.40	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-32	6128.8	4748.9	23.12.2022	28.11.2032	21.70	-/-	Банк ДОМ.РФ

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-33	16 515.6	12 117.7	26.04.2023	28.03.2033	8.60	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-34	17 391.2	14 978.3	29.06.2023	28.06.2033	21.90	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	225 975.3	118 748.4					
Металлинвестбанк (A(RU) / Withdrawn / A.ru / -**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 011Р	4923.7	1156.7	25.10.2019	28.01.2050	7.10	-/-	Металлинвестбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-08	4742.3	2165.4	23.04.2021	28.04.2051	6.95	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-10	3087.6	1783.0	18.10.2021	28.07.2031	7.00	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-23	5039.3	3686.9	18.10.2022	28.09.2032	8.00	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-38	6111.8	5115.0	23.10.2023	28.09.2033	7.85	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-45	3944.1	3803.3	23.09.2024	28.04.2055	21.80	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	27 848.9	17 710.4					
Мосрегионлифт (- / ruB / — / -**)							
СФО РЛО, А	207.1	176.5	27.09.2024	06.09.2029	19.00	AAA(ru.sf) / -	Диалот
СФО РЛО, Б	92.6	92.6	24.09.2024	26.09.2029	0.02	-/-	Диалот
Итого	299.8	269.1					
МСП Банк (BBB+(RU) / — / — / A- ru **)							
СФО МОС МСП 2, класс А-2021	4000.0	216.3	28.12.2022	26.05.2033	9.55	-/-	МСП Банк, Банк ПСБ, Совкомбанк
СФО МОС МСП 6, А-2023	4000.0	4000.0	24.05.2024	26.10.2033	15.60	AAA(RU) / -	
Итого	8000.0	4216.3					
Мультиоригинаторные сделки							
СФО ИнвестКредит Финанс, класс Б	5.0	5.0	24.03.2020	12.03.2030	1.22	-/-	Организаторы: ТРИНФИКО, Банк Держава. Оригинаторы: ФАСП, ПКО НСВ, АКР, Мой юрист капитал
ИА Титан-3, класс А	2275.0	228.1	05.03.2021	28.07.2053	7.45	AAA(ru.sf) / -	Организатор: Sber CIB. Оригинаторы: Азиатско-Тихоокеанский Банк, Банк БЖФ
ИА Титан-3, класс Б1	323.6	323.6	03.03.2021	28.07.2053	Определяет эмитент	-/-	Оригинаторы: Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский Банк

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ИА Титан-3, класс B2	228.9	228.9	03.03.2021	28.07.2053	Определяет эмитент	-/-	Оригинаторы: Банк БЖФ, Азиатско-Тихоокеанский Банк
СФО Титан, 02	100.0	0.1	30.03.2021	02.03.2031	5.00	-/-	Оригинаторы: Югорское коллекторское агентство, АРС Финанс, Экспресс-Кредит. Организатор: Экспресс-Кредит
СФО Титан, 01	274.0	164.4	06.06.2022	15.04.2029	7.00	-/-	Оригинаторы: Экспресс-Кредит, АРС Финанс. Организатор: Югория
СФО СФ, класс А	440.0	103.4	22.07.2022	13.07.2027	10.00	-/-	Организатор: ТРИНФИКО. Оригинаторы: Национальная служба взыскания, Агентство кредитных решений, ФАСП, Бизнес-Альянс
СФО СФ, класс Б	5.0	5.0	19.07.2022	06.07.2032	0.40	-/-	Оригинаторы: Национальная служба взыскания, Агентство кредитных решений, ФАСП, Бизнес-Альянс
СФО Альта, класс А	310.0	138.6	27.12.2022	16.12.2027	10.00	-/-	Оригинаторы: ФАСП, Агентство кредитных решений. Организатор: ТРИНФИКО
СФО Альта, класс Б	5.0	5.0	22.12.2022	09.12.2032	0.40	-/-	Оригинаторы: ФАСП, Агентство кредитных решений. Организатор: ТРИНФИКО
СФО ТЕМП, класс А	90.0	51.9	09.02.2024	30.01.2029	14.50	-/-	Оригинаторы: ФАСП, ООО ПКО НСВ, АКР, Мой Юрист, Бизнес-Альянс. Организатор: ТРИНФИКО
Итого	4056.5	1254.1					

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Национальная фабрика ипотеки (- / - / - / - **)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 04	2663.5	574.2	27.12.2019	28.05.2040	6.50	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-25	5527.9	3350.5	23.11.2022	28.10.2032	9.35	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	8191.4	3924.7					
РОСБАНК (Withdrawn / Withdrawn / - / - **)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 05	7207.0	1929.0	18.03.2020	28.04.2045	6.50	-/-	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-01	5825.2	2410.1	11.12.2020	28.10.2045	6.05	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	13 032.2	4339.2					
Сбербанк России (AAA(RU) / - / AAA.ru / - **)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 001Р	49 999.8	7322.0	26.05.2017	28.09.2049	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 007Р	46 088.5	10 397.1	21.12.2018	28.06.2048	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 012Р	24 085.6	6203.0	13.12.2019	28.07.2049	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-06	45 718.9	17 877.9	24.12.2020	28.05.2051	8.05	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-14	69 302.8	37 758.9	26.11.2021	28.11.2031	7.52	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-20	155 407.1	97 218.0	12.08.2022	28.06.2032	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-31	60 843.0	38 643.2	23.12.2022	28.09.2032	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-36	197 427.7	141 533.9	07.07.2023	28.06.2033	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-42	220 287.7	179 853.9	19.12.2023	28.09.2033	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-43	45 499.9	39 107.1	16.02.2024	28.11.2033	21.37	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-46	171 016.5	154 339.0	26.07.2024	28.02.2056	13.43	-/-	
СФО СБ Секьюритизация, Класс А	9500.0	7719.6	30.08.2024	26.08.2033	20.00	- / ruAAA.sf	
СФО СБ Секьюритизация, Класс Б	2379.0	2379.0	30.08.2024	26.08.2033	Определяет эмитент	-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-51	1998.9	1998.9	27.01.2025	28.10.2054	9.60	-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-52	63 453.7	63 453.7	27.01.2025	28.11.2055		-/-	Sber CIB
Итого	1 163 009.3	805 805.4					
Совкомбанк (AA(RU) / ruAA / AA-.ru / - **)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-21	2317.1	1641.8	22.09.2022	28.07.2032	8.20	-/-	Банк ДОМ.РФ
СФО СФИ 3, 2	1500.0	636.2	14.10.2022	13.10.2025	Определяет эмитент	-/-	Совкомбанк

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-30	4465.5	3059.9	22.12.2022	28.10.2032	9.46	-/-	Банк ДОМ.РФ
СФО СФИ 3, 3	1000.0	1000.0	26.04.2023	25.04.2026	Определяет эмитент	-/-	Совкомбанк
СФО Совком Секьюр, Класс А	8000.0	8000.0	26.02.2025	31.12.2030	23.00	AAA(ru.sf) / -	Совкомбанк
СФО Совком Секьюр, Класс Б	2000.0	2000.0	26.02.2025	31.12.2030		-/-	
Итого	19 282.6	16 338.0					
Солар Системс (- / - / - / - **)							
СФО Русол 1, класс А	4700.0	2783.1	13.02.2020	15.02.2031	16.06	A+(RU) / -	Совкомбанк
СФО Русол 1, класс Б	900.0	582.9	13.02.2020	15.02.2031	20.06	BBB+(RU) / -	Совкомбанк, БКС Глобал маркетс
СФО Русол 1, класс В	100.0	77.7	14.02.2020	15.02.2031	22.56	-/-	Совкомбанк
Итого	5700.0	3443.7					
Т-Банк (AA(RU) / ruAA- / - / - **)							
Ипотечный агент ТБ-1, А	5622.5	439.6	08.07.2021	23.03.2034	7.90	AAA(ru.sf) / -	Совкомбанк, ВТБ Капитал, Банк ПСБ, СКБ-банк, Транскапитал-банк
Ипотечный агент ТБ-1, Б	877.5	877.5	08.07.2021	23.03.2034	Определяет эмитент	-/-	Совкомбанк
СФО ТБ-3, А***	4500	4500	02.04.2025	26.03.2030	25	-/-	Совкомбанк
Итого	11 000.0	5817.1					
Т-Капитал (- / - / - / - **)							
СФО Прима-Финанс, класс Б	5.0	5.0	18.10.2022	05.10.2032	0.40	-/-	
СФО Рекорд Финанс, 01	14.0	0.01	09.09.2022	31.08.2027	15.00	-/-	
Итого	19.0	5.0					
ФАСП (- / - / - / - **)							
СФО Аккорд Финанс, класс Б	5.0	5.0	19.02.2020	07.02.2028	1.04	-/-	ТРИНФИКО
СФО Т-Финанс, класс Б	5.0	5.0	13.01.2021	02.01.2029	0.40	-/-	
СФО Ф-Капитал, класс Б	5.0	5.0	21.05.2021	08.04.2031	1.22	-/-	
СФО Капитал Плюс, класс Б	15.0	5.0	27.04.2022	14.04.2032	1.20	-/-	
Итого	30.0	20.0					
Другие originаторы							
Ипотечный агент Московский, 01	12 000.0	3597.8	15.08.2014	17.09.2028	7.00	-/-	Организатор: Банк ФК Открытие. Оригинатор: Банк ФК Открытие
Ипотечный агент ТФБ1, класс В	140.8	90.1	16.01.2015	26.03.2047	Определяет эмитент	-/-	Организатор: Sber CIB. Оригинатор: Татфондбанк

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Ипотечный агент ИНТЕХ, класс Б	216.2	36.0	27.03.2015	04.05.2045	Определяет эмитент	-/-	Организаторы: ИнтехБанк, ДОМ.РФ. Оригинатор: ИнтехБанк
СФО Локосервис финанс, 01	4373.0	306.1	26.06.2017	20.06.2027	8.68	-/-	Организатор: Альфа-Банк. Оригинатор: ТМХ-Сервис
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 003Р	7557.0	405.1	20.12.2017	28.04.2042	Определяет эмитент	-/-	Оригинатор: Райффайзенбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 005Р	6187.8	955.1	11.07.2018	28.04.2043	8.00	-/-	Оригинатор: ДельтаКредит
СФО Западный проект, 01	19.0	19.0	30.09.2020	22.09.2025	13.00	-/-	Оригинатор: Нэйва
СФО Азимут, класс Б	400.0	300.0	16.04.2021	16.04.2025	Определяет эмитент	-/-	Организатор: Совкомбанк. Оригинатор: АБК-инвест
СФО Легал Финанс, 01	120.0	120.0	29.10.2021	25.10.2036	Определяет эмитент	-/-	Оригинатор: Сириус-Трейд
СФО Проект НТ 2, 02	2.0	0.0	03.10.2022	16.09.2027	Определяет эмитент	-/-	
СФО НРВК-1, класс А	1000.0	740.2	15.11.2023	25.09.2046	14.80	-/-	Организатор: Совкомбанк
СФО НРВК-1, класс Б	250.0	250.0	15.11.2023	25.09.2046	Определяет эмитент	-/-	Организатор: Совкомбанк
СФО ОФ, класс Б	1.0	1.0	22.11.2023	08.11.2033	0.40	-/-	
СФО ОФ, класс А	520.0	270.0	24.11.2023	14.11.2028	10.00	-/-	Организатор: ТРИНФИКО. Оригинатор: АКР
СФО ТЕМП, класс Б	1.0	1.0	06.02.2024	24.01.2034	0.40	-/-	
СФО Проект НТ 1, 01	498.0	498.0	16.02.2024	30.01.2029	12.00	-/-	
СФО Проект НТ 1, 02	2.0	2.0	16.02.2024	30.01.2029	Определяет эмитент	-/-	
СФО ХБ-1, 1	1500.0	1500.0	23.04.2024	25.04.2028	Определяет эмитент	-/-	
СФО Меркурий, класс А	2200.0	2200.0	17.09.2024	20.04.2029	23.28	-/-	
СФО Меркурий, класс Б	245.0	245.0	17.09.2024	20.04.2029	26.28	-/-	
СФО Меркурий, класс В	490.0	490.0	19.09.2024	20.04.2029	Определяет эмитент	-/-	
СФО СФИ 4, 1	1500.0	1500.0	23.10.2024	23.10.2027	23.72	-/-	
СФО Сплит Финанс 1, 01	7700.0	7700.0	12.12.2024	27.12.2028	25.00	AAA(ru.sf) / -	Оригинатор: Яндекс Банк
Итого	46 922.8	21 226.4					
Итоговая сумма	3 159 395.4	1 909 052.7					

Таблица 2. Сделки секьюритизации* российских компаний на международном долговом рынке

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, \$ млн	Объем в обращении по непогашенному номиналу, \$ млн	Валюта	Дата размещения	Дата погашения	Ставка купона, %	Тип актива	Агент по размещению
CityMortgage MBS Finance B.V., 9.25% 10sep2033, USD (ABS)	3.1	3.1	USD	10.08.2006	10.09.2033	9.25	Ипотека	Организаторы: ВТБ Капитал, Greenwich Financial Services. Соорганизаторы: RBI Group, Banco Finantia
Coriolanus DAC, 0% 30apr2025, USD (5726D, ABS)	14.2	14.2	USD	19.08.2009	30.04.2025	0	н/д	Организатор: Deutsche Bank
Coriolanus DAC, FRN 30apr2025, USD (ABS)	15.6	15.6	USD	22.12.2009	30.04.2025	3m LIBOR USD	н/д	Организатор: Deutsche Bank
Итого, \$ млн	32.9	32.9						

* Приведены сделки с активным статусом на 04.03.2025, данные упорядочены по дате размещения.

Таблица 3. Обеспеченные облигации* на российском долговом рынке (без учета сделок секьюритизации)

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Организатор
Группа «ДОМ.РФ» (AAA(RU) / ruAAA**)						
ДОМ.РФ, 15	7000	7000	27.08.2009	15.09.2028	20	БМ-Банк, КБ Ситибанк, Райффайзенбанк, Сбербанк России, ТрансКредитБанк
ДОМ.РФ, 25	6000	3000	29.04.2013	03.07.2026	18.25	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 26	6000	6000	25.06.2013	06.05.2025	21.4	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 30	6000	6000	28.04.2014	03.06.2025	0.1	Sber CIB, Райффайзенбанк
ДОМ.РФ, 31	7000	7000	13.01.2015	04.08.2025	21.9	ВТБ Капитал, Газпромбанк
Итого	32 000	29 000				

* Приведены сделки с активным статусом на 09.03.2025, данные упорядочены по дате размещения.

** АКРА / «Эксперт РА».

Таблица 4. Дефолты по сделкам секьюритизации*

Источник: Cbonds

Эмиссия	Вид обязательства	Планируемая дата исполнения	Дата исполнения в рамках технического дефолта	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн руб.	Объем эмиссии, млн руб.	Причина дефолта
Еврокоммерц, 2010 (ABS, Warehouse)	Погашение	15.03.2010	14.04.2010	Дефолт	11 750.0	11 750.0	Банкротство
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	18.09.2017	02.10.2017	Дефолт	423.48	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.12.2017	29.12.2017	Дефолт	546.49	10 000.0	Отсутствие денежных средств

Эмиссия	Вид обяза- тельства	Планиру- емая дата исполнения	Дата исполне- ния в рамках технического дефолта	Статус	Объем невы- полненных обязательств, млн руб.	Объем эмиссии, млн руб.	Причина дефолта
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	19.03.2018	02.04.2018	Дефолт	416.52	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.06.2018	29.06.2018	Дефолт	543.50	10 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2018	01.10.2018	Дефолт	423.48	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.12.2018	29.12.2018	Дефолт	1.86	10 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	18.03.2019	01.04.2019	Дефолт	124.87	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	18.06.2019	02.07.2019	Дефолт	14.05	10 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2019	01.10.2019	Дефолт	126.96	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2020	31.03.2020	Дефолт	125.56	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2020	01.10.2020	Дефолт	126.96	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2021	31.03.2021	Дефолт	126.96	12 000.0	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2023	31.03.2023	Дефолт	105.92	12 000.0	Отсутствие денежных средств

* Данные приведены по состоянию на 09.03.2025.

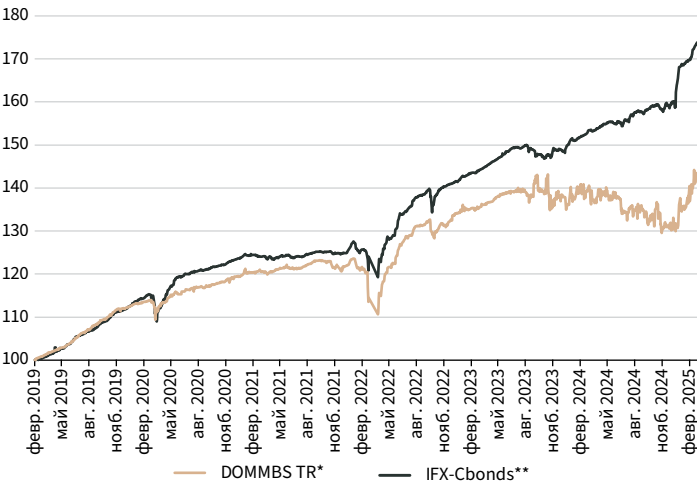


Рисунок 6
Динамика индекса
DOMMBS TR*
и IFX-Cbonds**

Источник: Cbonds.ru

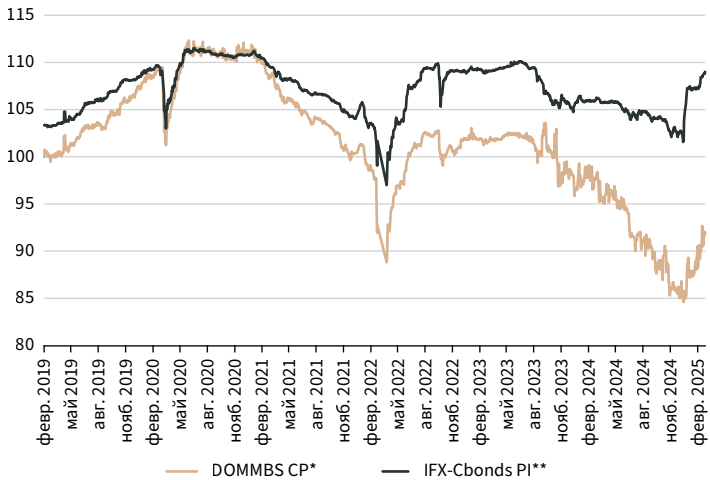
* Индекс ипотечных обли-
гаций ДОМ.РФ, рассчитанный
методом совокупного дохода.

** Индекс полной доход-
ности российского рынка
корпоративных облигаций.

Базовое значение = 100 в
дату 04.02.2019.

Рисунок 7
Динамика индекса
DOMMBS CP*
и IFX-Cbonds PI**
Источник: Cbonds.ru

* Индекс ипотечных облигаций ДОМ.РФ, рассчитанный методом чистых цен.
** Ценовой индекс российского рынка корпоративных облигаций.



Сделки 2024 года

Класс активов: ипотека

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-43	ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-44
Оригинатор: Сбербанк России Поручитель: ДОМ.РФ Объем сделки: 45.49 млрд рублей Ставка купона: переменная Дата размещения: 16.02.2024 Дата погашения: 28.11.2033 Депозитарий: НРД Организатор: SberCIB Количество сделок на бирже в дату размещения: 6 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 195.91% Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 12 277 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-42-00307-R-001P / RU000A107SY1	Оригинатор / организатор: Газпромбанк Поручитель: ДОМ.РФ Объем сделки: 59.69 млрд рублей Ставка купона: переменная Дата размещения: 22.05.2024 Дата погашения: 23.12.2054 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 186.36% Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 16 354 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-43-00307-R-001P / RU000A108GCO

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-45

Оригинатор: Металлинвестбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 3.94 млрд рублей
 Ставка купона: Ключевая ставка ЦБ РФ + 0.8% годовых
 Дата размещения: 23.09.2024
 Дата погашения: 28.04.2055
 Специализированный депозитарий: ДК Регион
 Организатор: Банк ДОМ.РФ
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 53
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 176.76%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 964
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-45-00307-R-001P / RU000A109L98

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-46

Оригинатор: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 171.02 млрд рублей
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 26.07.2024
 Дата погашения: 28.02.2056
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 7
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 294.65%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 87 027
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-44-00307-R-001P / RU000A1093G2

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-47

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 50.02 млрд рублей
 Ставка купона: Ключевая ставка ЦБ РФ + 1.3% годовых
 Дата размещения: 30.09.2024
 Дата погашения: 28.05.2053
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 155.44%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 22 791
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-46-00307-R-001P / RU000A109NH3

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-48

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 100 млрд рублей
 Ставка купона: 8.5% годовых
 Дата размещения: 30.09.2024
 Дата погашения: 28.11.2054
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 193.7%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 48 612
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-49-00307-R-001P / RU000A109NJ9

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-49

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 80.07 млрд рублей
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 30.09.2024
 Дата погашения: 28.08.2055
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 10
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 290.27%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 33 151
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-48-00307-R-001P / RU000A109NG5

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-50

Оригинатор / организатор: Газпромбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 29.99 млрд рублей
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 26.09.2024
 Дата погашения: 23.05.2055
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 192.99%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 6582
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-47-00307-R-001P / RU000A109MG7

Класс активов: потребительские кредиты

СФО МОС МСП 6, А-2023

Оригинатор: МСП Банк
Поручитель: Корпорация МСП
Объем сделки: 4 млрд рублей
Ставка купона: 15.6% годовых
Дата размещения: 24.05.2024
Дата погашения: 26.10.2033
Представитель владельцев облигаций: Регион Финанс
Юридический консультант эмитента: БМ Партнеры
Количество сделок на бирже в дату размещения: 217
Объем прав требований по активам на дату подписания Решения о выпуске: не менее 5.6 млрд рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-02-00569-R / RU000A107DR7

СФО СБ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Оригинатор: Сбербанк России
Объем сделки: 9.5 млрд рублей (класс А), 2.38 млрд рублей (класс Б)
Ставка купона: 20% годовых (класс А), переменная (класс Б)
Дата размещения: 30.08.2024
Дата погашения: 26.08.2033
Представитель владельцев облигаций: Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез (класс А)
Калькуляционный агент: COBET-Представитель
Количество сделок на бирже в дату размещения: 10 050 (класс А)
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 1 млрд рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00816-R / RU000A1097T6 (класс А), 4-02-00816-R / RU000A1097U4 (класс Б)

СФО ТЕМП

Оригинатор: ФАСП, ООО ПКО НСВ, АКР, Мой Юрист, Бизнес-Альянс
Объем сделки: 90 млн рублей (класс А), 1 млн рублей (класс Б)
Ставка купона: 14.5% годовых (класс А), 0.401% годовых (класс Б)
Дата размещения: 09.02.2024 (класс А), 06.02.2024 (класс Б)
Дата погашения: 30.01.2029 (класс А), 24.01.2034 (класс Б)
Представитель владельцев облигаций: Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез
Организатор: ТРИНФИКО (класс А)
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1 (класс А)
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 794.62 млн рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 6-01-00767-R / RU000A107FW2 (класс А), 6-02-00767-R / RU000A107FX0 (класс Б)

СФО СПЛИТ ФИНАНС 1, 01

Оригинатор: Яндекс Банк
Объем сделки: 7.7 млрд рублей
Ставка купона: 25% годовых
Дата размещения: 12.12.2024
Дата погашения: 27.12.2028
Калькуляционный агент: Банк ВТБ (ПАО)
Представитель владельцев облигаций: Регион Финанс
Количество сделок на бирже в дату размещения: 19 563
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 10.7 млрд рублей
Резервный фонд: 7%
Размер кредитного усиления: 28.4%
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00850-R / RU000A10AAQ4

СФО ФИНКОД, 01

Оригинатор: Выручай Деньги
Объем сделки: 21 млн рублей
Ставка купона: 17% годовых
Дата размещения: 31.05.2024
Дата погашения: 13.11.2024
Представитель владельцев облигаций: Юнилайн Капитал Менеджмент
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 72.52 млн рублей
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00703-R

Класс активов: прочие активы

СФО МЕРКУРИЙ Объем сделки: 2.2 млрд рублей (класс А), 245 млн рублей (класс Б), 490 млн рублей (класс В) Ставка купона: 23.28% годовых (класс А), 26.28% годовых (класс Б), переменная (класс В) Дата размещения: 17.09.2024 (класс А, класс Б), 19.09.2024 (класс В) Дата погашения: 20.04.2029 Депозитарий: НРД Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00759-R / RU000A107H13 (класс А), 4-02-00759-R / RU000A107H62 (класс Б), 4-03-00759-R / RU000A107H47 (класс В)	СФО ПРОЕКТ НТ 1 Объем сделки: 498 млн рублей (01), 2 млн рублей (02) Ставка купона: 12% годовых (01), переменная (02) Дата размещения: 16.02.2024 Дата погашения: 30.01.2029 Представитель владельцев облигаций: Регион Финанс Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00736-R / RU000A107R78 (01), 4-02-00736-R / RU000A107R60 (02)
СФО РЛО Оригинатор: Мосрегионлифт Объем сделки: 207 млн рублей (А), 93 млн рублей (Б) Ставка купона: 19% годовых (А), 0.02% годовых (Б) Дата размещения: 27.09.2024 (А), 24.09.2024 (Б) Дата погашения: 06.09.2029 (А), 26.09.2029 (Б) Представитель владельцев облигаций: Волста Организатор: Диалот Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00794-R / RU000A1095N3 (А), 4-02-00794-R / RU000A109HY0 (Б)	СФО СФИ 4, 1 Объем сделки: 1.5 млрд рублей Ставка купона: Ключевая ставка ЦБ РФ + 4% годовых Дата размещения: 23.10.2024 Дата погашения: 23.10.2027 Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00836-R / RU000A109UF2
	СФО ХБ-1, 1 Объем сделки: 1.5 млрд рублей Ставка купона: переменная Дата размещения: 23.04.2024 Дата погашения: 25.04.2028 Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00788-R / RU000A108BF4

Показатель	На 1 января 2025 года	На 1 января 2024 года	На 1 января 2023 года	На 1 января 2022 года	На 1 января 2021 года
Объем выданных ипотечных кредитов, млн руб.					
всего	4 888 286	7 798 916	4 817 017	5 699 330	4 295 793
в рублях	4 888 263	7 798 916	4 816 919	5 694 890	4 295 440
в валюте	23	0	97	4441	352
Объем задолженности, млн руб.					
всего	19 198 501	18 015 883	13 852 443	11 767 642	9 086 290
в рублях	19 194 852	18 009 664	13 845 378	11 752 135	9 070 212
в валюте	3649	6219	7293	15 506	16 078
Объем просроченной задолженности, млн руб.					
всего	96 407	61 256	61 142	63 979	77 502
в рублях	94 911	58 346	57 521	59 474	71 082
в валюте	1496	2910	3778	4505	6419
Средневзвешенная ставка в рублях, %					
ставка	8.34	8.43	7.86	7.87	7.23
в январе					

Таблица 5
Динамика основных показателей рынка жилищного кредитования в 2020–2024 гг.
Источник: ЦБ РФ

Таблица 6. Динамика ипотечного рынка в 2014–2024 гг.

Источник: ЦБ РФ

Год	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Выдача, млн руб.	1 762 523	1 147 339	1 473 227	2 021 942	3 013 115	2 848 190	4 444 680	5 699 330	4 813 200	7 798 916	4 888 285
Прирост, %	30.18	-34.9	28.4	37.3	49.0	-5.5	56.1	28.2	-15.6	62	-37.3
Выдача, шт.	1 012 301	691 943	856 378	1 086 950	1 471 821	1 269 322	1 780 498	1 908 498	1 327 000	2 036 064	1 303 049
Прирост, %	22.7	-31.65	23.76	26.9	35.4	-13.8	40.3	7.2	-30.4	53.4	-36.0

Таблица 7
Динамика
средневзвешенной
ставки по ипотечным
кредитам в рублях
в 2006–2024 гг.
Источник: ЦБ РФ

Год	Средняя ставка, %
Декабрь 2024	8.47
Декабрь 2023	7.91
Декабрь 2022	6.65
Декабрь 2021	7.81
Декабрь 2020	7.36
Декабрь 2019	9.00
2018	9.56
2017	10.64
2016	12.48
2015	13.33

Год	Средняя ставка, %
2014	12.45
2013	12.4
2012	12.3
2011	11.9
2010	13.1
2009	14.3
2008	12.9
2007	12.6
2006	13.7

Год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
2024	1 051 856	1 799 999	1 103 879	932 551
2023	1 273 456	1 773 469	2 450 817	2 281 174
2022	1 325 862	535 931	1 318 478	1 616 746
2021	1 163 844	1 529 898	1 349 300	1 656 288
2020	762 019	678 097	1 257 899	1 597 778
2019	619 261	644 678	697 226	887 035
2018	582 049	727 400	761 424	942 242
2017	321 314	451 664	512 779	736 185
2016	323 624	341 143	362 403	446 057
2015	218 130	242 544	301 161	385 504
2014	334 817	434 836	452 209	540 661
2013	226 993	315 536	363 430	447 665
2012	181 111	248 400	269 185	330 378
2011	104 904	168 072	194 387	245 596
2010	48 947	84 415	100 716	145 981
2009	24 546	30 856	36 141	60 958
2008	150 759	188 424	198 280	118 345
2007	82 316	120 820	160 619	192 734
2006	22 995	55 542	77 114	107 910
2005	4690	9838	16 163	25 650

Таблица 8
Поквартальный объем
выданных ипотечных
жилищных кредитов,
2005–2024 гг., млн рублей
Источник: ЦБ РФ

Таблица 9
Объем задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
2004–01.01.2025,
млн рублей
Источник: ЦБ РФ

Дата	Всего	В рублях	В валюте
01.01.2025	19 198 501	19 194 852	3649
01.01.2024	18 015 883	18 009 664	6219
01.01.2023	13 852 443	13 845 378	7293
01.01.2022	11 767 642	11 752 135	15 506
01.01.2021	9 086 290	9 070 212	16 078
01.01.2020	7 491 513	7 470 185	21 328
01.01.2019	6 410 409	6 376 845	33 564
01.01.2018	5 187 462	5 144 933	42 529
01.01.2017	4 490 079	4 418 892	71 187
01.01.2016	3 920 442	3 789 403	131 039
01.01.2015	3 520 098	3 383 727	136 371
01.01.2014	2 648 287	2 536 444	111 843
01.01.2013	1 982 442	1 864 094	118 348
01.01.2012	1 478 982	1 314 331	164 651
01.01.2011	1 129 373	949 247	180 126
01.01.2010	1 010 889	812 775	198 114
01.01.2009	1 070 329	838 942	231 387
01.01.2008	611 212	446 281	164 931
01.01.2007	233 897	144 806	89 091
01.01.2006	52 831	22 223	30 608
01.01.2005	17 772	7150	10 622

Год	ВВП, млрд руб.	Задолженность по ипотечным жилищным кредитам, млн руб.	Доля задолженности по ипотечным жилищным кредитам к ВВП, %
2024	200 040	19 194 852	9.60
2023	176 414	18 015 883	10.21
2022	156 941	13 852 443	8.83
2021	134 727	11 767 642	8.73
2020	107 658	9 086 290	8.44
2019	109 193	7 491 513	6.86
2018	103 862	6 410 409	6.17
2017	92 089	5 187 462	5.6
2016	86 010	4 490 079	5.2
2015	83 387	3 920 442	4.7
2014	79 200	3 528 379	4.5
2013	66 193	2 648 859	4.0
2012	62 147	1 997 204	3.21
2011	55 644	1 478 982	2.66
2010	46 309	1 129 373	2.44
2009	38 807	1 010 889	2.6
2008	41 276	1 070 329	2.59
2007	33 258	611 212	1.8
2006	26 904	233 897	0.87
2005	21 625	52 789	0.24
2004	17 048	17 772	0.1

Таблица 10
Динамика роста
задолженности
по жилищным
кредитам и ипотечным
жилищным кредитам
к ВВП, 2004–2024 гг.
Источник: ЦБ РФ, Росстат
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 11
Объем
и доля просроченной
задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
2005–01.01.2025
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Дата	Доля просроченной задолженности, %	Объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам, млн руб.		
		Всего	В рублях	В валюте
01.01.2025	0.50	96 407	94 911	1496
01.01.2024	0.34	61 256	58 346	2910
01.01.2023	0.45	61 142	57 521	3778
01.01.2022	0.54	63 979	59 474	4505
01.01.2021	0.54	77 502	71 082	6419
01.01.2020	0.97	72 555	63 849	8706
01.01.2019	1.14	72 865	61 300	11 565
01.01.2018	1.32	68 980	54 575	14 405
01.01.2017	1.56	70 326	48 040	22 286
01.01.2016	1.68	66 083	39 396	26 687
01.01.2015	1.3	46 096	28 953	17 143
01.01.2014	1.5	39 502	25 442	14 060
01.01.2013	2.1	41 655	27 548	14 107
01.01.2012	3.1	45 327	25 946	19 381
01.01.2011	3.7	41 632	23 564	18 068
01.01.2010	3	31 031	18 526	12 505
01.01.2009	1.2	12 102	5846	6256
01.01.2008	0.13	796	435	361
01.01.2007	0.02	48	22	26
01.01.2006	0.10	53	6	47

№ п/п	Банк	Портфель ипотечных жилищных кредитов, млн руб.	Доля рынка по величине портфеля, %
1	Сбербанк	11 018 071	57.4
2	ВТБ	4 741 669	24.7
3	Альфа-Банк	1 149 590	6.0
4	Банк ДОМ.РФ	631 664	3.3
5	Россельхозбанк	466 465	2.4
6	Банк ПСБ	441 194	2.3
7	Совкомбанк	366 730	1.9
8	Газпромбанк	230 368	1.2
9	Московский кредитный банк	152 484	0.8
10	Уралсиб	138 301	0.7
11	Санкт-Петербург	123 872	0.6
12	РНКБ	121 678	0.6
13	Абсолют Банк	111 769	0.6
14	Центр-инвест	67 441	0.4
15	Транскапиталбанк	57 545	0.3
16	АТБ	40 463	0.2
17	Кубань Кредит	36 165	0.2
18	Левобережный	29 106	0.2
19	МТС Банк	28 737	0.1
20	ВБРР	27 093	0.1

Таблица 12
Топ-20 банков
по величине портфеля
ипотечных кредитов
на 1 января 2025 года
Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 13
Количество кредитных
организаций —
участников рынка
ипотечного жилищного
кредитования
Источник: ЦБ РФ

Дата	Количество действующих банков	Количество банков, работающих на рынке ипотечного кредитования	Доля банков, работающих на рынке ипотечного кредитования, %
01.01.2025	354	236	66.7
01.01.2024	361	244	67.5
01.01.2023	361	243	67.4
01.01.2022	370	260	70.2
01.01.2021	406	280	68.0
01.01.2020	442	318	71.9
01.01.2019	484	350	72.3
01.01.2018	561	410	73.1
01.01.2017	623	484	77.7
01.01.2016	733	559	76.3
01.01.2015	834	629	75.4
01.01.2014	923	658	71.3
01.01.2013	956	667	69.8
01.01.2012	978	658	67.3
01.01.2011	1012	631	62.4
01.01.2010	1058	584	55.2
01.01.2009	1108	602	54.3

Таблица 14
Концентрация ипотечного рынка
Источник: РУСИПОТЕКА

Период	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Доля топ-5, %	88	89.30	83.80	81.82	81.53	79.08	85.80	82.69	79.56	82.44	80.66
Доля топ-10, %	95.30	96.50	93.30	91.30	93.45	91.33	92.70	92.33	88.86	89.07	86.96
Доля топ-15, %	97.85	99	97.10	95.67	97.85	97.15	97.30	96.34	94.36	93.57	90.24
Доля госбанков*, %	81.90	88.51	84.10	83.43	86.35	84.17	85.80	84.22	80.95	84.44	82.19

*Банки с госучастием: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, РСХБ, ПСБ, Банк ДОМ.РФ, РНКБ.

Таблица 15
Система бенчмарков
по рынку ЗПИФ
недвижимости
Источник: Cbonds.ru

Название индекса	28.02.2025	31.03.2025
Средняя СЧА ЗПИФ недвижимости	5 259 852 879.57 руб.	5 318 076 695.63 руб.
Взвешенная на СЧА доходность ЗПИФ недвижимости за 12 месяцев	17.09%	17.72%
Медианное значение доходности ЗПИФ недвижимости за 12 месяцев (без учета СЧА)	13.91%	15.45%
Средняя доходность выплаты на среднюю стоимость пая ЗПИФ недвижимости за 12 месяцев	4.40%	3.31%

Все показатели включают ПИФ для квалифицированных инвесторов. Первая дата расчета — 28.02.2025 г., регулярность пересмотра индексных списков и пересчета значений бенчмарков — 1 раз в месяц, на последний рабочий день месяца.

№	Банк	Объем выданных кредитов, млн руб.	Количество выданных кредитов, шт.	Рыночная доля в выдаче, %
1	Сбербанк	2 521 816	662 581	51.59
2	ВТБ	1 004 096	199 726	20.54
3	Альфа-Банк	451 510	85 784	9.24
4	Банк ДОМ.РФ	202 885	34 665	4.15
5	Совкомбанк	154 013	42 847	3.15
6	Банк ПСБ	128 469	29 922	2.63
7	Россельхозбанк	101 504	20 741	2.08
8	Т-Банк	53 410	33 814	1.09
9	РНКБ	45 827	9284	0.94
10	Абсолют Банк	33 141	6104	0.68
11	Газпромбанк	31 494	6285	0.64
12	Санкт-Петербург	27 157	5371	0.56
13	Уралсиб	23 544	4474	0.48
14	Московский кредитный банк	23 294	2922	0.48
15	Центр-инвест	20 325	5645	0.42
16	АТБ	19 117	3433	0.39
17	Металлинвестбанк	18 484	2967	0.38
18	Левобережный	15 033	5691	0.31
19	Примсоцбанк	12 140	4984	0.25
20	Транскапиталбанк	11 523	1554	0.24

Таблица 16
Рыночные доли топ-20
ипотечных банков
по объему выдачи
ипотечных жилищных
кредитов в 2024 году
Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 17
Рыночная доля
банков — лидеров
Высшей ипотечной лиги
по итогам 2024 года
Источник и расчеты:
РУСИПОТЕКА

Организация	Рыночная доля	Изменение к 2023 году
Банки с частным капиталом		
Альфа-Банк	9.24	4.24
Совкомбанк	3.15	1.55
Уралсиб	0.48	−0.05
Т-Банк	1.09	0.42
Московский кредитный банк	0.48	0.14
Банк Санкт-Петербург	0.56	0.07
Банки с госучастием		
Сбербанк	51.59	−8.21
ВТБ	20.54	1.44
Банк ДОМ.РФ	4.15	0.95
Газпромбанк	0.64	−1.06
ПСБ	2.63	1.71
РСХБ	2.08	1.08

Таблица 18. Результаты топ-15 банков на рынке ипотечного кредитования за последние 5 лет

Источник: РУСИПОТЕКА

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Сбербанк		
2024	2 521 816	-46
2023	4 665 577	81
2022	2 573 890	-11
2021	2 903 307	40
2020	2 080 200	62
ВТБ		
2024	1 004 096	-33
2023	1 491 058	57
2022	964 050	-19
2021	1 196 484	28
2020	935 544	39
Россельхозбанк		
2024	101 504	26
2023	80 680	0.4
2022	80 326	-38
2021	129 437	-26
2020	175 188	96
Банк Санкт-Петербург		
2024	27 157	-30
2023	38 535	48
2022	26 044	-31
2021	37 956	5
2020	36 146	-
Банк Уралсиб		
2024	23 543	-43
2023	41 392	97
2022	21 009	-53
2021	44 839	17
2020	38 258	30
Газпромбанк		
2024	31 494	-76
2023	134 050	39
2022	96 503	-9
2021	105 914	-11
2020	119 046	5.9
Абсолют Банк		
2024	33 141	71
2023	19 363	-13
2022	22 130	-54
2021	48 152	16
2020	41 417	-20
Московский кредитный банк		
2024	23 294	-17
2023	28 096	-65

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
2022	79 247	111
2021	37 611	145
2020	15 368	52
Центр-Инвест		
2024	20 325	9.3
2023	18 598	54
2022	12 085	-
2021	-	-
2020	-	-
Совкомбанк		
2024	154 013	21
2023	126 793	49
2022	85 120	-14
2021	99 075	142
2020	40 895	47
Альфа-Банк		
2024	451 510	16
2023	387 912	88
2022	206 005	-24
2021	269 850	62
2020	166 107	81
Азиатско-Тихоокеанский Банк		
2024	19 117	-
2023	3451	-
2022	5007	-
2021	11 809	-
2020	15 993	-
Банк ПСБ		
2024	128 469	80
2023	71 492	-32
2022	104 991	12
2021	93 928	-1
2020	94 934	48
Банк ДОМ.РФ		
2024	202 885	-20
2023	253 300	39
2022	181 654	31
2021	138 880	14
2020	122 100	100
Т-Банк		
2024	53 410	2.3
2023	52 194	128
2022	22 908	-
2021	-	-
2020	-	-

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		4 888 286
1	Г. Москва	594 187
2	Московская область	358 429
3	Г. Санкт-Петербург	264 938
4	Краснодарский край	211 433
5	Тюменская область	191 925
6	Республика Татарстан	179 147
7	Республика Башкортостан	171 732
8	Свердловская область	162 811
9	Ростовская область	132 898
10	Новосибирская область	112 530
11	Челябинская область	105 872
12	Красноярский край	91 954
13	Приморский край	91 056
14	Нижегородская область	82 442
15	Пермский край	80 959
16	Самарская область	78 481
17	Тюменская область	76 902
18	Иркутская область	71 631
19	Ставропольский край	70 332
20	Республика Саха (Якутия)	63 958

Таблица 19
20 регионов
с максимальным
объемом выданных
ипотечных кредитов
в 2024 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 20
20 регионов
с минимальным объемом
выданных ипотечных
кредитов в 2024 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		4 888 286
1	Орловская область	16 149
2	Костромская область	14 970
3	Республика Северная Осетия — Алания	14 767
4	Республика Хакасия	14 110
5	Республика Карелия	14 033
6	Республика Калмыкия	12 880
7	Новгородская область	12 554
8	Республика Адыгея	12 467
9	Камчатский край	12 354
10	Псковская область	12 161
11	Кабардино-Балкарская Республика	10 528
12	Чеченская Республика	9913
13	Г. Севастополь	9371
14	Карачаево-Черкесская Республика	8152
15	Магаданская область	6025
16	Республика Алтай	4950
17	Еврейская автономная область	4025
18	Чукотский автономный округ	2167
19	Республика Ингушетия	1698
20	Ненецкий автономный округ	1226

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		3.75
1	Г. Москва	6.93
2	Московская область	4.97
3	Г. Санкт-Петербург	4.93
4	Республика Калмыкия	4.81
5	Сахалинская область	4.44
6	Амурская область	4.30
7	Республика Саха (Якутия)	4.29
8	Хабаровский край	4.27
9	Чукотский автономный округ	4.25
10	Приморский край	4.23
11	Магаданская область	4.14
12	Ямало-Ненецкий АО	4.13
13	Камчатский край	4.13
14	Ленинградская область	4.06
15	Краснодарский край	3.99
16	Республика Крым	3.97
17	Республика Северная Осетия — Алания	3.76
18	Республика Татарстан	3.76
19	Республика Адыгея	3.71
20	Новосибирская область	3.71

Таблица 21
20 регионов
с максимальным
средним размером
кредита в 2024 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 22
20 регионов
с минимальным
средним размером
кредита в 2024 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		3.75
1	Иркутская область	3.04
2	Пермский край	2.99
3	Республика Марий Эл	2.99
4	Республика Коми	2.99
5	Новгородская область	2.95
6	Псковская область	2.95
7	Оренбургская область	2.94
8	Кабардино-Балкарская Республика	2.94
9	Костромская область	2.92
10	Республика Дагестан	2.91
11	Республика Хакасия	2.91
12	Алтайский край	2.89
13	Вологодская область	2.77
14	Карачаево-Черкесская Республика	2.71
15	Курганская область	2.64
16	Челябинская область	2.62
17	Республика Тыва	2.49
18	Республика Алтай	2.25
19	Республика Ингушетия	1.41
20	Чеченская Республика	1.34

Регион	Выдано кредитов, шт.
Российская Федерация	1 303 049
1 Г. Москва	85 691
2 Московская область	72 117
3 Республика Башкортостан	54 994
4 Г. Санкт-Петербург	53 765
5 Тюменская область	53 557
6 Краснодарский край	52 997
7 Свердловская область	49 473
8 Республика Татарстан	47 707
9 Челябинская область	40 462
10 Ростовская область	39 423
11 Новосибирская область	30 337
12 Пермский край	27 065
13 Красноярский край	26 143
14 Самарская область	23 815
15 Иркутская область	23 558
16 Тюменская область	23 399
17 Нижегородская область	23 258
18 Ханты-Мансийский АО	22 002
19 Приморский край	21 531
20 Ставропольский край	20 653

Таблица 23
20 регионов
с максимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2024 году

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 24
20 регионов
с минимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2024 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Выдано кредитов, шт.
Российская Федерация	1 303 049
1 Костромская область	5120
2 Орловская область	4990
3 Республика Мордовия	4959
4 Республика Хакасия	4853
5 Республика Карелия	4368
6 Новгородская область	4256
7 Псковская область	4126
8 Республика Северная Осетия — Алания	3931
9 Кабардино-Балкарская Республика	3582
10 Республика Адыгея	3356
11 Карачаево-Черкесская Республика	3009
12 Камчатский край	2993
13 Республика Калмыкия	2679
14 Г. Севастополь	2553
15 Республика Алтай	2203
16 Магаданская область	1455
17 Республика Ингушетия	1202
18 Еврейская автономная область	1111
19 Чукотский автономный округ	510
20 Ненецкий АО	353

Регион		Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация		8.34
1	Чеченская Республика	23.01
2	Республика Ингушетия	22.56
3	Кабардино-Балкарская Республика	12.58
4	Ненецкий автономный округ	11.28
5	Саратовская область	10.96
6	Ивановская область	10.93
7	Чукотский автономный округ	10.88
8	Карачаево-Черкесская Республика	10.58
9	Псковская область	10.56
10	Иркутская область	10.16
11	Тверская область	10.00
12	Владимирская область	9.76
13	Красноярский край	9.66
14	Самарская область	9.64
15	Республика Коми	9.61
16	Республика Марий Эл	9.56
17	Алтайский край	9.56
18	Республика Башкортостан	9.49
19	Кемеровская область — Кузбасс	9.48
20	Орловская область	9.37

Таблица 25
20 регионов
с максимальной
средней ставкой
по выданным ипотечным
кредитам в рублях
в январе 2025 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 26
20 регионов
с минимальной
средней ставкой
по выданным ипотечным
кредитам в рублях
в январе 2025 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация		8.34
1	Воронежская область	7.97
2	Г. Севастополь	7.93
3	Тюменская область	7.87
4	Астраханская область	7.82
5	Республика Тыва	7.82
6	Краснодарский край	7.80
7	Пермский край	7.69
8	Ленинградская область	7.61
9	Республика Адыгея	7.59
10	Приморский край	7.52
11	Тюменская область	7.42
12	Республика Крым	7.12
13	Сахалинская область	6.78
14	Еврейская автономная область	6.67
15	Республика Саха (Якутия)	6.24
16	Хабаровский край	5.82
17	Архангельская область	5.44
18	Республика Бурятия	5.05
19	Амурская область	5.05
20	Забайкальский край	4.64

Регион	Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация	19 198 501
1 Г. Москва	2 492 586
2 Московская область	1 568 569
3 Г. Санкт-Петербург	1 145 598
4 Тюменская область	844 923
5 Краснодарский край	824 747
6 Республика Татарстан	656 582
7 Свердловская область	611 058
8 Республика Башкортостан	603 197
9 Ростовская область	472 002
10 Новосибирская область	461 517
11 Ханты-Мансийский АО	396 235
12 Красноярский край	385 740
13 Челябинская область	361 926
14 Приморский край	325 818
15 Пермский край	312 046
16 Тюменская область	308 129
17 Нижегородская область	305 966
18 Самарская область	293 332
19 Иркутская область	288 786
20 Ленинградская область	286 697

Таблица 27
20 регионов
с максимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2025 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 28
20 регионов
с минимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2025 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация	19 198 501
1 Республика Карелия	64 323
2 Республика Марий Эл	62 061
3 Республика Хакасия	60 724
4 Республика Северная Осетия — Алания	58 197
5 Костромская область	54 689
6 Камчатский край	49 956
7 Новгородская область	49 904
8 Республика Калмыкия	46 821
9 Псковская область	46 188
10 Республика Адыгея	45 383
11 Кабардино-Балкарская Республика	44 462
12 Чеченская Республика	36 515
13 Карачаево-Черкесская Республика	36 322
14 Г. Севастополь	33 017
15 Магаданская область	28 313
16 Республика Алтай	15 292
17 Еврейская автономная область	14 128
18 Чукотский автономный округ	10 418
19 Ненецкий автономный округ	5854
20 Республика Ингушетия	4542

Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация	96 407
1 Г. Москва	15 357
2 Московская область	9828
3 Краснодарский край	6237
4 Г. Санкт-Петербург	4569
5 Республика Дагестан	2866
6 Тюменская область	2720
7 Ростовская область	2637
8 Свердловская область	2527
9 Республика Башкортостан	2521
10 Республика Татарстан	2448
11 Красноярский край	2229
12 Новосибирская область	2142
13 Самарская область	1898
14 Челябинская область	1679
15 Республика Северная Осетия — Алания	1500
16 Ленинградская область	1413
17 Ханты-Мансийский АО	1303
18 Воронежская область	1244
19 Ставропольский край	1223
20 Иркутская область	1203

Таблица 29
20 регионов
с максимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2025 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 30
20 регионов
с минимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2025 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация	96 407
1 Курганская область	308
2 Архангельская область	306
3 Республика Бурятия	300
4 Республика Крым	253
5 Орловская область	242
6 Республика Калмыкия	233
7 Мурманская область	208
8 Новгородская область	198
9 Республика Мордовия	188
10 Костромская область	179
11 Камчатский край	168
12 Республика Карелия	161
13 Псковская область	155
14 Г. Севастополь	133
15 Республика Марий Эл	117
16 Магаданская область	83
17 Еврейская автономная область	69
18 Республика Алтай	66
19 Чукотский автономный округ	38
20 Ненецкий АО	9

Регион	Средневзвешенный срок, мес.
Российская Федерация	303.7
1 Астраханская область	330.4
2 Республика Дагестан	329.9
3 Республика Крым	328.6
4 Краснодарский край	327.5
5 Тюменская область	324.2
6 Республика Северная Осетия — Алания	323.9
7 Чеченская Республика	322.0
8 Республика Адыгея	321.8
9 Ростовская область	320.9
10 Республика Башкортостан	320.6
11 Г. Санкт-Петербург	317.0
12 Ставропольский край	316.4
13 Белгородская область	315.0
14 Новосибирская область	314.3
15 Тюменская область	313.6
16 Тульская область	313.1
17 Ленинградская область	313.1
18 Республика Тыва	313.1
19 Московская область	313.0
20 Кировская область	312.7

Таблица 31
20 регионов
с максимальным
средневзвешенным
сроком по ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2024 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 32
20 регионов
с минимальным
средневзвешенным
сроком по ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2024 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Средневзвешенный срок, мес.
Российская Федерация	303.7
1 Вологодская область	292.5
2 Республика Карелия	291.7
3 Ярославская область	289.8
4 Нижегородская область	287.4
5 Кемеровская область	284.1
6 Ненецкий автономный округ	283.3
7 Камчатский край	280.4
8 Челябинская область	276.6
9 Магаданская область	274.9
10 Республика Саха (Якутия)	265.7
11 Мурманская область	265.0
12 Чукотский автономный округ	264.1
13 Забайкальский край	261.4
14 Сахалинская область	259.7
15 Архангельская область	257.0
16 Хабаровский край	256.4
17 Приморский край	256.2
18 Республика Бурятия	255.3
19 Амурская область	254.1
20 Еврейская автономная область	248.7

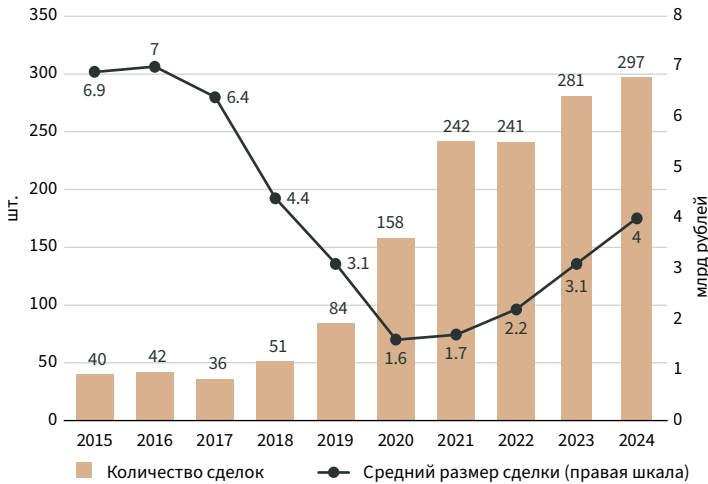
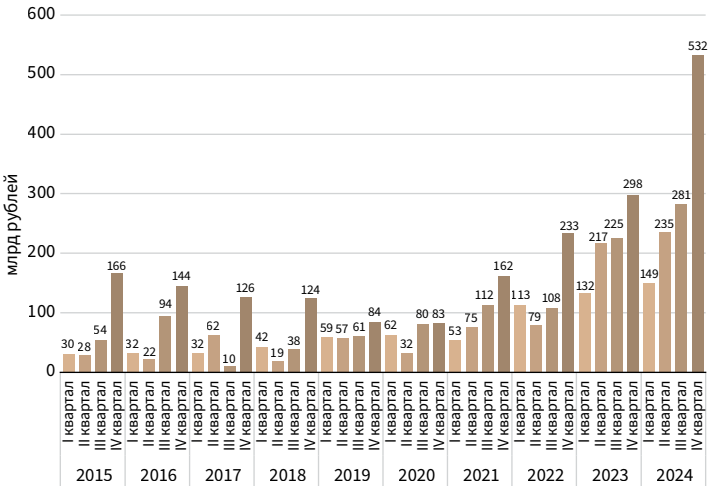


Рисунок 8
Общая динамика инвестиций в коммерческую недвижимость РФ
Источник: NF Group Research

Рисунок 9
Квартальная динамика объемов инвестиций в коммерческую недвижимость РФ
Источник: NF Group Research



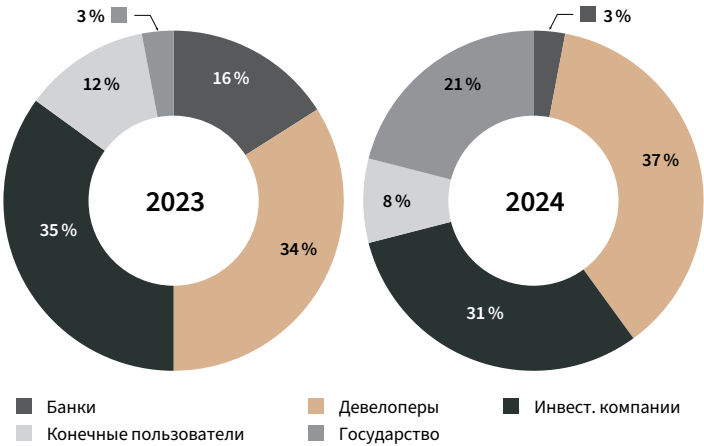


Рисунок 10
Структура инвестиций
в коммерческую
недвижимость РФ
по типам инвесторов
Источник: NF Group Research

Рисунок 11
Структура инвестиций
на рынке коммерческой
недвижимости
по типу активов
Источник: NF Group Research

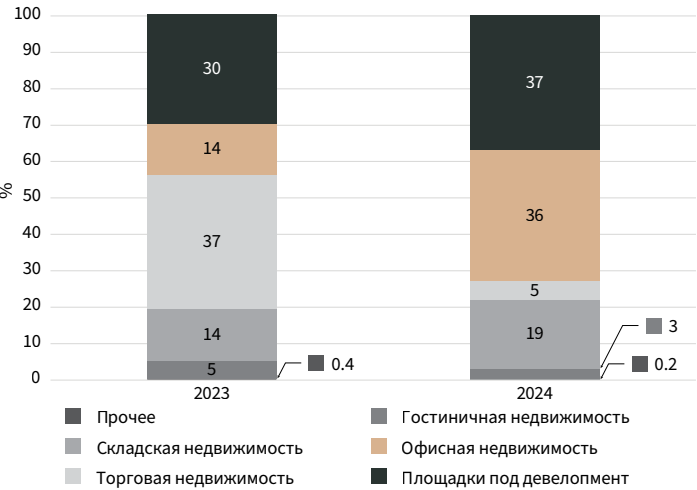
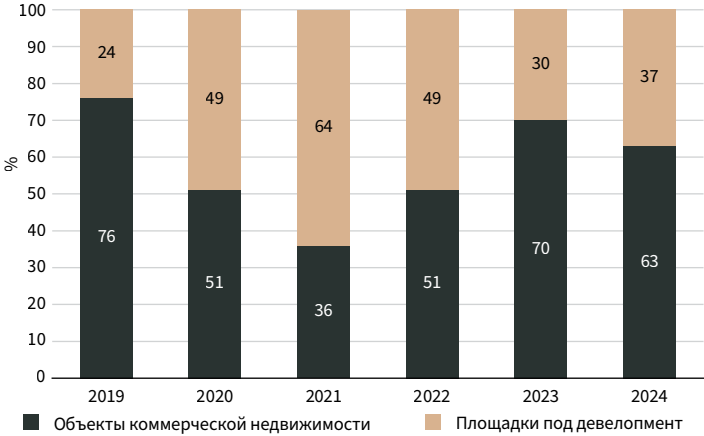
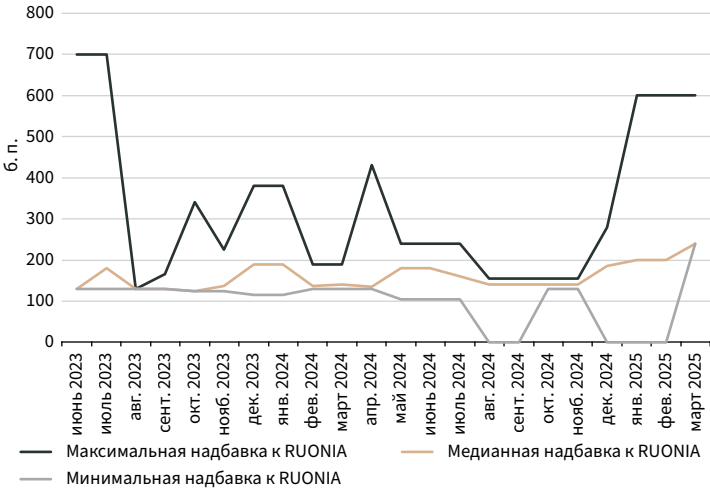


Рисунок 12
Структура инвестиций
в коммерческую
недвижимость РФ
по сегментам
Источник: NF Group Research



Рисунок 13
Динамика индексов максимальной, минимальной, медианной надбавки к ключевой ставке Банка России по первичным размещениям облигаций России
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 14
Динамика индексов максимальной, минимальной, медианной надбавки к RUONIA по первичным размещениям облигаций России
Источник: Cbonds.ru



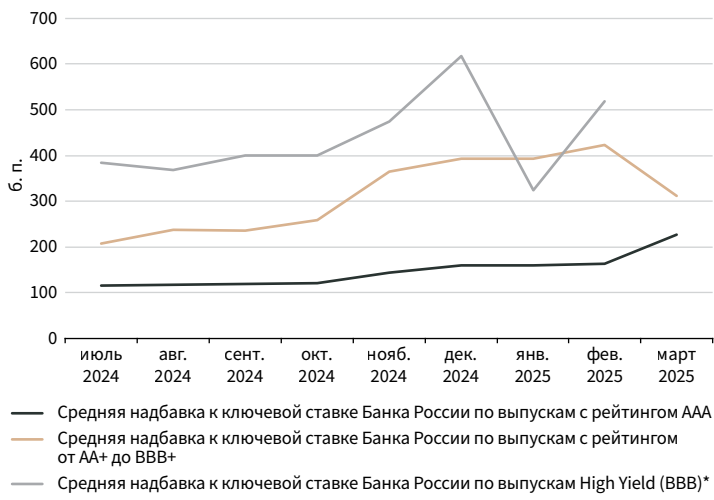


Рисунок 15
Динамика индексов средней надбавки к ключевой ставке Банка России по первичным размещениям облигаций России с рейтингом AAA, от AA+ до BBB+, High Yield
Источник: Cbonds.ru

* Средняя надбавка к ключевой ставке Банка России по выпускам High Yield не рассчитана по состоянию на март 2025 г. из-за отсутствия первичных размещений высокодоходных облигаций с плавающей ставкой.

КОРОТКО О МЕТОДИКЕ РАСЧЕТА

В расчете индексов надбавки по облигациям с плавающей ставкой учитываются облигации, у которых одновременно выполняются следующие условия:

- страна — Россия;
- сектор — корпоративный;
- валюта — российский рубль;
- тип ставки — плавающая;
- базовая ставка равна ключевой ставке Банка России или RUONIA;
- дата окончания размещения приходится на отчетный месяц;
- выпуск является рыночным;
- выпуск не является ЦФА.

Индексы сгруппированы по рейтингу, сроку в обращении, виду надбавки: максимальная, минимальная, медианная, средняя, средневзвешенная надбавка. Для каждой из групп есть дополнительные критерии составления индексных списков.

Таблица 33. Изменение индексов надбавки к ключевой ставке Банка России, RUONIA

Название индекса	Максимальная надбавка к КС ЦБ	Минимальная надбавка к КС ЦБ	Медианная надбавка к КС ЦБ	Средняя надбавка к КС ЦБ	Максимальная надбавка к RUONIA	Минимальная надбавка к RUONIA	Медианная надбавка к RUONIA	Средняя надбавка к RUONIA	Средняя надбавка к КС ЦБ (AAA)	Средняя надбавка к КС ЦБ (от AA+ до BBB+)	Средняя надбавка к КС ЦБ (1-3 года)	Средняя надбавка к КС ЦБ (3-5 лет)	Средняя надбавка к КС ЦБ (5+ лет)	Средневзвешенная надбавка к КС ЦБ	Средневзвешенная надбавка к RUONIA
Текущее значение, б.п.*	575	0	235	269	600	240	240	360	227	312	312	430	188	236	241
Изменение с 31.12.2024, б.п.	-225	0	-90	-75	320	240	55	218	67	-81	-28	30	-62	50	51
Изменение с начала расчета, б.п.**	225	-50	-15	71	-100	110	110	40	50	119	88	184	-135	88	109

* Текущее значение индекса по состоянию на 31.03.2025.
** Дата начала расчета не является одинаковой для всех индексов.

The background is dark gray with several overlapping hexagons in shades of brown, tan, and gray. A large, light orange hexagon is centered, containing the text. White geometric lines, including hexagons and chevrons, are scattered around the central element.

ABS CMBS RMBS

Приложение 3

Рэнкинги
организаторов
сделок

Рэнкинги участников рынка облигаций в России

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Газпромбанк	1 104 539	132	265	21.03
2	ВТБ Капитал Трейдинг	848 274	92	499	16.15
3	Sber CIB	758 805	71	436	14.45
4	Альфа-Банк	456 432	178	456	8.69
5	Совкомбанк	454 243	132	216	8.65
6	БК Регион	307 657	39	69	5.86
7	ВБРР	245 127	16	25	4.67
8	Московский кредитный банк	212 382	55	96	4.04
9	Банк Синара	165 250	73	135	3.15
10	Банк ДОМ.РФ	159 736	19	39	3.04
11	Россельхозбанк	150 841	45	73	2.87
12	ЛОКО-Банк	115 060	25	35	2.19
13	ИФК Солид	52 548	42	59	1.00
14	РОСБАНК	48 114	8	12	0.92
15	Банк ПСБ	36 304	12	16	0.69
16	БКС КИБ	34 114	60	141	0.65
17	ИК Велес Капитал	26 649	15	18	0.51
18	Банк ЗЕНИТ	12 742	10	11	0.24
19	Т-Банк	10 585	20	24	0.20
20	Ак Барс Банк	7025	5	5	0.13
21	УК Горизонт	6906	7	8	0.13
22	Иволга Капитал	5106	19	31	0.10
23	Банк РОССИЯ	4701	8	13	0.09
24	Экспобанк	4274	7	13	0.08
25	ИК РИКОМ-ТРАСТ	3443	55	68	0.07
Остальные		21 075	84	106	0.41
Итого		5 251 933	246	1308	100

Таблица 1

Рэнкинг организаторов облигаций на внутреннем рынке по итогам 2024 года, топ-25 (Россия)

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2024 года (Россия)

Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Sber CIB	299 462	2	5	52.75
2	ВТБ Капитал Трейдинг	155 407	2	3	27.38
3	Газпромбанк	98 681	2	3	17.38
4	Совкомбанк	6998	3	3	1.23
5	Банк ДОМ.РФ	3944	1	1	0.69
6	Банк Синара	2000	1	1	0.35
7	Альфа-Банк	611	3	3	0.11
8	Диалот	296	1	2	0.05
9	АТОН	200	1	1	0.04
10	ТРИНФИКО	90	1	1	0.02
11-12	ИК РИКОМ-ТРАСТ	2	1	1	0.00
11-12	БКС КИБ	2	1	1	0.00
Итого		567 694	9	18	100

Таблица 3
Рэнкинг представителей
владельцев облигаций
на внутреннем
рынке по итогам
2024 года (Россия)
Источник: Cbonds.ru

№	Представитель владельцев облигаций	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез	32	258
2	Регион Финанс	50	69
3	Первая Независимая	24	33
4	Волста	20	23
5	Юнилайн Капитал Менеджмент	5	6
6	Юнитек Сервис	2	3
7	НПП Имплекс	1	2
8–13	Академ-Финанс	1	1
8–13	Бизнес-Финанс	1	1
8–13	ИК Лидер	1	1
8–13	Юридическая фирма Квест	1	1
8–13	ЛП Трасти Сервисез	1	1
8–13	Центральная трастовая компания	1	1
Итого		138	400

Рэнкинги участников сделок секьюритизации в Европе, США и мире

№	Инвестиционный банк	Объем, \$ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля, %
1	Citigroup	57 986	188	313	9.55
2	JP Morgan	50 540	187	310	8.32
3	HSBC	33 270	149	256	5.48
4	BofA Securities	26 328	93	155	4.33
5	Standard Chartered Bank	25 051	141	232	4.12
6	BNP Paribas	21 729	92	166	3.58
7	Morgan Stanley	20 256	71	113	3.33
8	Goldman Sachs	19 682	70	116	3.24
9	Deutsche Bank	17 710	69	108	2.92
10	Banco Santander	14 686	58	82	2.42
11	Societe Generale	11 881	46	75	1.96
12	Credit Agricole CIB	11 310	68	113	1.86
13	Mizuho Financial Group	10 370	67	107	1.71
14	Barclays	10 147	43	65	1.67
15	ING Bank	9 690	33	76	1.60
16	Emirates NBD Bank	9 521	76	125	1.57
17	SMBC Nikko Capital	8 828	66	89	1.45
18	First Abu Dhabi Bank	7 613	39	66	1.25
19	Bank of China	7 275	94	131	1.20
20	Banco Bilbao (BBVA)	6 548	26	34	1.08
21	UBS	6 305	41	55	1.04
22	Mitsubishi UFJ Financial Group	6 148	50	73	1.01
23	Erste Group	5 186	28	37	0.85
24	Itau Unibanco Holding	5 127	27	35	0.84
25	UniCredit	4 862	22	33	0.80
Остальные		199 359	513	952	32.68
Итого		607 410	642	1 453	100

Таблица 4
Рэнкинг организаторов
еврооблигаций
развивающихся
рынков по итогам
2024 года, топ-25
Источник: Cbonds.ru

Таблица 5
Рэнкинг юридических
консультантов эмитентов
и организаторов
еврооблигаций
развивающихся
рынков по итогам
2024 года, топ-25
Источник: Cbonds.ru

№	Юридическая фирма	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Ozmen Yalcin	8	171
2	Linklaters	83	102
3	Clifford Chance	41	63
4	Jingtian & Gongcheng	50	59
5	A&O Shearman	28	55
6	Jun He	40	50
7	Beijing DeHeng Law Offices	42	49
8	Mayer Brown	12	44
9	Gedik & Eraksoy	4	43
10	King & Wood Mallesons	27	32
11–12	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	10	29
11–12	Latham & Watkins	19	29
13–14	Allen and Overy	14	23
13–14	Ogier	22	23
15	Fangda Partners	17	20
16	Maples & Calder	13	15
17–18	White & Case	11	14
17–18	Zhong Lun Law Firm	11	14
19–22	Allen & Overy (Amsterdam)	6	13
19–22	CIFTCI Law Firm	1	13
19–22	Herbert Smith Freehills	9	13
19–22	King & Wood Mallesons (HK)	12	13
23–24	Morgan Lewis	11	12
23–24	Tian Yuan Law Firm	12	12
25	Ashurst	7	11
Остальные		180	228
Итого		265	522

Таблица 6
Рэнкинг организаторов сделок CLO/CDO в мире, включая коммерческие
ценные бумаги с ипотечным покрытием (CMBS), топ-10
Источник: Green Street

№	Инвестиционный банк	2024 год			2023 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	JPMorgan Chase	34 692	86	14.5	17 605	48	12.1
2	Bank of America	26 063	71	10.9	16 119	45	11.1
3	Citigroup	21 705	51	9.1	11 725	30	8.1
4	BNP Paribas	19 259	48	8.0	12 027	30	8.3
5	Morgan Stanley	18 387	52	7.7	10 665	33	7.3
6	Goldman Sachs	15 511	43	6.5	12 415	35	8.6
7	Jefferies	14 814	45	6.2	8 013	26	5.5
8	Barclays	12 909	38	5.4	10 878	29	7.5
9	Wells Fargo	8 774	31	3.7	7 098	24	4.9
10	Societe Generale	8 650	22	3.6	4 018	13	2.8
Остальные		58 671		24.4	34 620		23.8
Итого		239 435	581	100	145 183	361	100

Таблица 7

Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации в Европе (включая ABS, MBS, CMBS, CLO и CDO), топ-10

Источник: Green Street

№	Инвестиционный банк	2024 год			2023 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Bank of America	16 523	59	10.9	8635	37	8.8
2	Barclays	16 241	45	10.7	10 180	36	10.4
3	Citigroup	13 507	44	8.9	4973	24	5.1
4	BNP Paribas	12 995	56	8.6	11 089	43	11.3
5	JPMorgan Chase	10 513	28	6.9	4288	12	4.4
6	Santander	9890	43	6.5	6751	29	6.9
7	Societe Generale	8420	29	5.5	4960	18	5.0
8	Morgan Stanley	7838	20	5.2	4248	13	4.3
9	Jefferies	6614	25	4.4	3992	12	4.1
10	Lloyds Banking	5901	24	3.9	5091	25	5.2
Остальные		43 423		28.5	34 054		34.5
Итого		151 865	292	100	98 261	204	100

Таблица 8

Рэнкинг организаторов сделок ABS в США, топ-10

Источник: Green Street

№	Инвестиционный банк	2024 год			2023 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	JPMorgan Chase	35 247	139	11.0	28 300	128	10.7
2	Bank of America	27 904	120	8.7	29 236	114	11.0
3	Wells Fargo	25 573	115	8.0	19 615	100	7.4
4	Citigroup	22 434	114	7.0	20 343	97	7.7
5	Barclays	20 327	102	6.4	17 999	87	6.8
6	RBC	16 961	81	5.3	14 443	67	5.4
7	Mizuho	15 300	68	4.8	12 820	53	4.8
8	BNP Paribas	12 529	58	3.9	8073	45	3.0
9	MUFG	12 482	60	3.9	10 688	51	4.0
10	Deutsche Bank	12 216	72	3.8	10 522	69	4.0
Остальные		118 057		37.2	93 297		35.2
Итого		319 030	508	100	265 336	436	100

Таблица 9
Рэнкинг эмитентов сделок ABS, MBS, CLO и CDO, топ-10
Источник: Green Street

№	Эмитент	2024 год			2023 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	JPMorgan Chase	26 536	46	3.0	9732	22	1.6
2	Santander Group	25 560	26	2.9	13 999	18	2.2
3	General Motors	16 018	15	1.8	17 005	15	2.7
4	Ford	15 597	15	1.8	13 568	13	2.2
5	Blackstone	12 035	28	1.4	3181	9	0.5
6	Toyota	10 698	8	1.2	10 610	9	1.7
7	Annaly Capital	10 513	21	1.2	4861	13	0.8
8	Volkswagen	9619	12	1.1	9812	12	1.6
9	Hyundai	9094	6	1.0	8237	7	1.3
10	Ares Management	8819	19	1.0	3370	8	0.5
Остальные		732 742		83.6	529 047		84.9
Итого		877 231	1794	100	623 422	1301	100

Таблица 10
Рэнкинг юридических консультантов организаторов сделок ABS/MBS в США, топ-10
Источник: Green Street

№	Юридический консультант	2024 год		2023 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Sidley Austin	109 486	155	87 310	127
2	Morgan Lewis	71 410	138	52 539	92
3	Hunton Andrews	47 352	111	26 728	74
4	Dentons	30 244	100	16 442	57
5	Mayer Brown	52 548	82	38 710	58
6	Dechert	22 157	40	14 336	32
7	Orrick Herrington	17 380	30	18 664	23
8	Kramer Levin	9073	29	5227	18
9	Latham & Watkins	5694	14	6125	16
10	Chapman & Cutler	10 559	13	11 745	17
Остальные		88 531		61 043	
Итого		464 434	893	338 869	653

Таблица 11

Рэнкинг юридических консультантов эмитентов сделок ABS/MBS в США, топ-10

Источник: Green Street

№	Юридический консультант	2024 год		2023 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Mayer Brown	93 244	121	77 028	109
2	Hunton Andrews	40 554	106	20 927	63
3	Morgan Lewis	51 879	84	34 751	48
4	Dentons	20 377	74	12 250	48
5	Sidley Austin	27 121	58	19 685	39
6	Katten Muchin	46 542	57	50 272	59
7	Dechert	17 036	40	7734	22
8	Orrick Herrington	14 313	25	10 153	19
9	Winston & Strawn	8517	23	1958	8
10	Clifford Chance	7502	21	5101	17
Остальные		137 349		99 010	
Итого		464 434	893	338 869	653

Таблица 12

Рэнкинг трасти сделок ABS/MBS в США, топ-8

Источник: Green Street

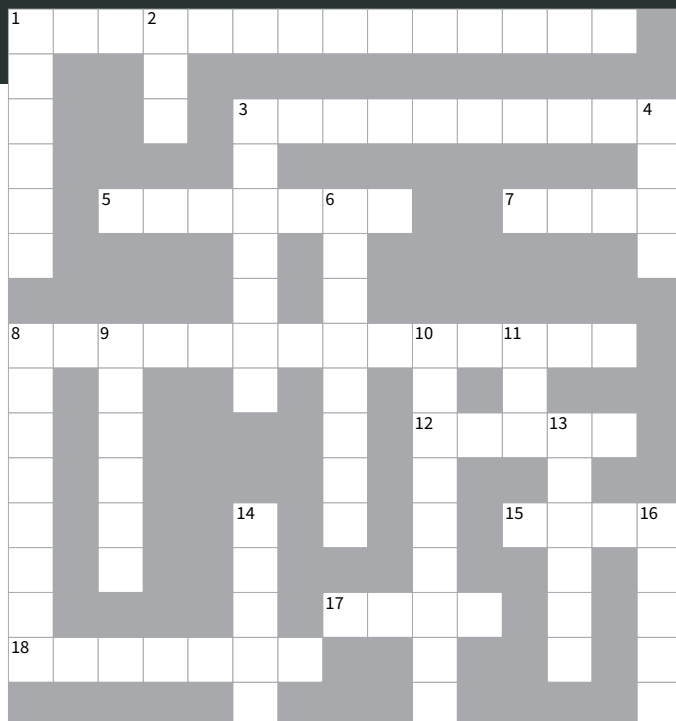
№	Эмитент	2024 год			2023 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	U.S. Bank	146 001	273	31.4	107 300	187	31.7
2	Citigroup	94 773	154	20.4	52 184	90	15.4
3	Wilmington Trust	64 167	155	13.8	53 919	126	15.9
4	Computershare	48 149	93	10.4	33 877	71	10.0
5	BNY Mellon	45 564	62	9.8	47 383	68	14.0
6	WSFS	39 180	101	8.4	23 589	72	7.0
7	UMB Bank	20 224	41	4.4	9787	21	2.9
8	Deutsche Bank	4775	12	1.0	6163	11	1.8
Остальные		1600	2	0.3	4667	7	1.4
Итого		464 434	893	100	338 869	653	100

Таблица 13

Рэнкинг рейтинговых агентств в сделках ABS, MBS и CLO

Источник: Green Street

№	Рейтинговое агентство	2024 год			2023 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Fitch	228 762	381	49.3	192 018	306	56.7
2	S&P	194 693	277	41.9	159 021	236	46.9
3	Moody's	191 193	266	41.2	142 337	201	42.0
4	KBRA	131 988	326	28.4	82 241	222	24.3
5	DBRS Morningstar	107 567	257	23.2	66 643	174	19.7
Итого		464 434	893	100	338 869	653	100

**По горизонтали:**

1. Комплекс мер финансовой поддержки, направленных на обеспечение успешности сделки и защиту интересов инвесторов.

3. Организация, которая создала изначальный пул активов, идущих в обеспечение структурированного выпуска облигаций.

5. Кредит, обеспеченный недвижимостью.

7. Производный финансовый инструмент, используемый для управления рисками и структурирования сделок.

8. Форма привлечения финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки.

12. Категории облигаций, которые различаются по приоритету выплат, риску и доходности, в структуре секьюритизационного транша.

15. Финансовый институт, выступающий в роли originатора в секьюритизации.

17. Специализированная финансовая структура, которая выполняет ключевую роль в процессе секьюритизации активов.

18. Оценка специализированного агентства, осуществляющего анализ надежности, экономической способности эмитента и юридической обязанности для него своевременно и в полном объеме исполнять текущие платежные обязательства.

По вертикали:

1. Финансово-правовая операция, в рамках которой пул активов преобразуется в ценные бумаги, обеспеченные этими активами, и размещается среди инвесторов.

2. Специализированная организация, создаваемая для выпуска обеспеченных активами ценных бумаг.

3. Месяц, в котором традиционно проходит конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России».

4. Вид сделки, используемой для продажи активов с обязательством их обратного выкупа.

6. Смарт-договор, реализованный на блокчейне, который автоматически исполняет заранее запрограммированные условия сделки секьюритизации без участия посредников.

8. Организация, которая выполняет функции по обслуживанию секьюритизированных активов, включая обработку денежных потоков, управление просроченными счетами и т. д.

9. Финансовый инструмент, который лежит в основе большинства сделок секьюритизации.

10. Именная ценная бумага, подтверждающая право залога недвижимости, право кредитора на возврат суммы кредита и получение процентов по кредиту.

11. Цифровой актив, который может выступать в роли обеспечения при секьюритизации.

13. Экономический показатель, который определяет размер процентов по кредитам и облигациям.

14. Часть секьюритизированного выпуска с определенным уровнем риска.

16. Выплата, которую получают инвесторы по секьюритизированным облигациям за счет поступлений по кредитам.



**ABS
CMBS
RMBS**

Приложение 4

Конференции
по долговому рынку
и секьюритизации
в 2025 году

CBONDS

www.cbonds-congress.com

Название конференции	Дата события	Место проведения
XI Российский ипотечный конгресс	6 февраля 2025 г.	Москва, РФ
Конференция IPO — 2025	27 февраля 2025 г.	Москва, РФ
Cbonds & Smart-Lab PRO облигации	1 марта 2025 г.	Москва, РФ
III Conference Capital Markets Armenia	20 марта 2025 г.	Ереван, Армения
I Cbonds ЦФА Конгресс	3 апреля 2025 г.	Москва, РФ
XII Cbonds Fixed Income Conference — Cyprus	10 апреля 2025 г.	Лимассол, Кипр
XV Российский M&A Конгресс	22 апреля 2025 г.	Москва, РФ
XI круглый стол «Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства»	24 апреля 2025 г.	Москва, РФ
I Российский форум драгоценных металлов Cbonds	15 мая 2025 г.	Москва, РФ
Investfunds Forum XVI — конференция институциональных инвесторов	22–23 мая 2025 г.	Санкт-Петербург, РФ
XV Российский M&A конгресс: Белые ночи 2025	17 июня 2025 г.	Санкт-Петербург, РФ
XXI Евразийский Облигационный конгресс / I Исык-Кульский Форум Рынков Капитала	26–27 июня 2025 г.	Иссык-Куль, Кыргызстан
VII Международная конференция «Рынок капитала Республики Узбекистан»	4 сентября 2025 г.	Ташкент, Узбекистан
XVII Российский конгресс Private Equity и XIII Форум венчурных инвесторов	25 сентября 2025 г.	Москва, РФ
Investfunds Forum — конференция институциональных инвесторов: Московская сессия III	2 октября 2025 г.	Москва, РФ
VIII Conference Capital Markets Kazakhstan	9 октября 2025 г.	Алматы, Казахстан
IV Форум «Корпоративное кредитование в России — 2025»	16 октября 2025 г.	Москва, РФ
XIV конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	28 октября 2025 г.	Москва, РФ
XII Cbonds Fixed Income Conference	13 ноября 2025 г.	Дубай, ОАЭ
XXIII Российский облигационный конгресс	4–5 декабря 2025 г.	Санкт-Петербург, РФ

Information Management Network

www.imn.org

Название конференции	Дата события	Место проведения
The Distressed Forum for Bank Special Assets (East)	17 марта 2025 г.	Корал Гейблс, США
Mortgage Servicing Rights Texas 2025	1 мая 2025 г.	Даллас, США
Distressed CRE (West)	5 мая 2025 г.	Сан-Франциско, США
Real Estate Mezzanine Financing & High-Yield Debt Forum 2025	2 июня 2025 г.	Нью-Йорк, США
Financing, Structuring & Investing in Litigation Finance	3 июня 2025 г.	Нью-Йорк, США
Corporate Dealmakers	4 июня 2025 г.	Нью-Йорк, США
Non-QM Forum 2025	5 июня 2025 г.	Дана Пойнт, США

Тематические конференции

Организатор	Название конференции	Дата события	Место проведения
American Bankers Association www.aba.com	American Mortgage Conference	13–14 мая 2025 г.	Чарлстон, США
AFME www.afme.eu	AFME's 16th Annual Spanish Capital Markets Conference	3 апреля 2025 г.	Мадрид, Испания
Euromoney conference www.euromoneyconferences.com	The Asian Covered Bond Roadshow	11 марта 2025 г.	Сингапур
	GLOBAL ABS 2025	10–12 июня 2025 г.	Барселона, Испания
	The Global Borrowers & Bond Investors Forum	17–18 июня 2025 г.	Лондон, Великобритания
	The Covered Bond Congress	18 сентября 2025 г.	Севилья, Испания
	ABS Asia	23–24 сентября 2025 г.	Гонконг, Китай
	ABS East 2025	20–22 октября 2025 г.	Майами, США
The Structured Finance Association www.structuredfinance.org	SFA Canadian Securitization Roundtable	8 апреля 2025 г.	Торонто, Канада
Moody's www.moody's.com	Moody's Baltic Banking and Covered Bonds Briefing	14 ноября 2025 г.	Рига, Латвия
GlobalCapital www.globalcapital.com	GlobalCapital Live UK Securitization Briefing	12 марта 2025 г.	Лондон, Великобритания
	GlobalCapital's European Securitization Awards 2025	27 марта 2025 г.	Лондон, Великобритания
Opal Group www.opalgroup.net	Celebrating Women in Structured Finance Summit 2025	16 сентября 2025 г.	Нью-Йорк, США
CRE Finance Council www.crefc.org	CREFC Phoenix CRE — Market Spotlight and Trends Webinar	19 марта 2025 г.	Онлайн
Outvie www.outvie.nl	Outvie's Securitization Event	26 марта 2025 г.	Амстердам, Нидерланды
Structured Credit Investor www.structuredcreditinvestor.com	SCI's Nordic Securitisation Forum	29 апреля 2025 г.	Осло, Норвегия
	SCI's 3rd Annual Esoteric ABS Seminar	13 мая 2025 г.	Нью-Йорк, США
True Sale International www.true-sale-international.com	TSI Conference in cooperation with KfW	15 мая 2025 г.	Франкфурт, Германия
Mortgage Bankers Association www.mba.org	Secondary and Capital Markets Conference	18–21 мая 2025 г.	Нью-Йорк, США
Аудиториум auditorium-cg.ru	II Всероссийский ипотечный форум «ИПОТЕКА 2025»	14 марта 2025 г.	Москва, РФ
Всероссийский жилищный конгресс russiacongress.ru	Всероссийский жилищный конгресс	7–11 апреля 2025 г.	Сочи, РФ



«Энциклопедия российской секьюритизации — 2025» — четырнадцатый выпуск тематических материалов, посвященных секьюритизации в России и зарубежному опыту подобных сделок. В энциклопедии собрана и обобщена статистика по всем прошедшим сделкам. Ведущие эксперты рынка делятся своим опытом, рассказывают об особенностях проведения сделок по секьюритизации различных активов, о своем видении проблем развития новых финансовых инструментов и инфраструктуры рынка, о юридических особенностях проведения сделок, анализируют текущее законодательство. «Энциклопедия российской секьюритизации — 2025» адресована специалистам в области рынка секьюритизации банков и инвестиционных компаний, специалистам по ипотечному, потребительскому кредитованию, а также всем читателям, заинтересованным в развитии современных финансовых инструментов и технологий.

**ПРИГЛАШАЕМ ПРИНЯТЬ УЧАСТИЕ В ВЫПУСКЕ
«ЭНЦИКЛОПЕДИИ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ — 2026»**

Контактная информация по вопросам участия:

Альберт Ипполитов: e-mail: project@rusipoteka.ru, тел.: +7 (916) 113 8001

Константин Васильев: e-mail: kv@cbonds.info, тел.: +7 (812) 336 9721 *105

АО «Сбондс.ру»

196006, г. Санкт-Петербург, Лиговский пр., д. 266, БЦ «Премьер Лига»

Тел./факс: +7 (812) 336 9721

www.cbonds.ru

Rusipoteka.ru (ООО «Русипотека»)

124482, г. Москва, Савелкинский проезд, 4, бизнес-центр, офис 1313

Тел.: +7 (916) 113 8001

www.rusipoteka.ru

Редактор — Анна Доронина, руководитель отдела редакции, АО «Сбондс.ру»

Коллектив редакции:

Альберт Ипполитов, генеральный директор, ООО «Русипотека»

Константин Васильев, партнер, генеральный директор АО «Сбондс.ру», к. э. н.

Екатерина Коновалова, специалист отдела редакции, АО «Сбондс.ру»

Екатерина Демьянченко, специалист отдела

долговых рынков России, АО «Сбондс.ру»

Алексей Овчинников, выпускающий редактор, АО «Сбондс.ру»

Дизайн: Владимир Панкратов

Корректурa: Екатерина Шагаева

Подписано в печать: 16.04.2025

Отпечатано в типографии «АСТЕР Петербург»

Тираж: 1500 экз.

ЭТОТ ТИГР ПРОСТО ЛЕВ

Лучшие р-р-р решения
для бизнеса



The background of the advertisement is a photograph of the Moscow skyline at night. Several skyscrapers, including the Federation Tower, are illuminated with blue and white lights. The lights from the buildings and the city below are reflected in the water in the foreground. A blue diagonal line cuts across the lower part of the image, separating the headline from the contact information.

ВСЁ ПОЛУЧИТСЯ!

☎ 1000 ЗВОНОК ПО РОССИИ
БЕСПЛАТНЫЙ

8 800 100 24 24 / VTB.RU

БАНК ВТБ (ПАО). ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 1000. Реклама.