

*Д. Ю. Смирнов<sup>1\*</sup>*

## **Ипотечные ценные бумаги: эффективный инструмент развития или излишняя надстройка на российском рынке недвижимости?**

<sup>1</sup> Сибирский государственный университет геосистем и технологий, г. Новосибирск,  
Российская Федерация  
\*e-mail: smirdu@yandex.ru

**Аннотация.** Проведенный анализ показал, что основная масса ипотечных облигаций ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» приобретает банками – оригинаторами с целью снизить налоговые платежи и обойти регулятивные ограничения по обязательным нормативам. В результате ипотечные облигации из инструмента развития жилищного строительства и рынка жилой недвижимости трансформировались в механизм решения узкоотраслевых проблем банковского сектора. Причина низкой эффективности расширенной модели ипотечного кредитования в России заключается в ничтожно малой доле небанковских инвесторов на рынке облигаций с ипотечным покрытием. Для создания в нашей стране эффективного финансового механизма стимулирования спроса населения на жилую недвижимость следует параллельно с расширенной моделью развивать автономную модель, институциональную основу которой составляют строительные сберегательные кассы.

**Ключевые слова:** облигации с ипотечным покрытием, ипотечный агент, банки – оригинаторы, модель ипотечного кредитования

*D. Yu. Smirnov<sup>1\*</sup>*

## **Mortgage-backed securities: an effective development tool or an unnecessary superstructure on the Russian real estate market?**

<sup>1</sup> Siberian State University of Geosystems and Technologies, Novosibirsk, Russian Federation  
\*e-mail: smirdu@yandex.ru

**Abstract.** The analysis showed that the bulk of mortgage bonds of LLC «DOM.RF The Mortgage Agent» is acquired by originator banks in order to reduce tax payments and circumvent regulatory restrictions on mandatory standards. As a result, mortgage bonds have transformed from a tool for the development of housing construction and the residential real estate market into a mechanism for solving narrow-industry problems of the banking sector. The reason for the low efficiency of the extended mortgage lending model in Russia is the negligible share of non-bank investors in the mortgage-backed bond market. In order to create an effective financial mechanism in our country to stimulate the demand of the population for residential real estate, an autonomous model, the institutional basis of which is the construction savings banks, should be developed in parallel with the expanded model.

**Keywords:** mortgage agent, mortgage securities, banks - originators, mortgage lending model

### ***Введение***

В апреле 2023 года в России произошло событие, которое по существу осталось незамеченным, но которое могло существенно повлиять на рынок жилищного строительства. Государственная Дума отклонила законопроект №1144687-7

«О строительных сберегательных кассах». Принятие данного законопроекта привело бы к коренной трансформации модели ипотечного кредитования в нашей стране [1].

Модель ипотечного кредитования - это механизм формирования финансовых ресурсов и кредитования покупки объектов недвижимости за счет этих ресурсов, обеспечивающий соответствие сроков, на которые ресурсы привлекаются и выдаются. Без создания эффективной модели ипотечное кредитование невозможно, так как финансовые ресурсы из традиционных источников привлекаются на меньший срок, чем выдаются ипотечные кредиты.

Выделяют две базовые модели ипотечного кредитования: автономная («немецкая») модель и расширенная («американская») модель. В России автономная модель ипотечного кредитования представлена жилищными накопительными кооперативами. Однако данные кооперативы не получили широкого распространения: лишь незначительная часть населения воспользовалась механизмом вступления в члены жилищного накопительного кооператива для улучшения своих жилищных условий.

Поэтому можно констатировать, что для развития жилищного строительства и рынка жилья Россия избрала расширенную модель ипотечного кредитования.

Суть расширенной модели раскрывается в следующих положениях:

1) Банки – originаторы выдают ипотечные кредиты заемщикам на приобретение объектов недвижимости.

2) Далее банки - originаторы переуступают права требования по выданным ими ипотечным кредитам или продают закладные, удостоверяющие право залога на объекты недвижимости, ипотечным агентам. Тем самым банки получают от ипотечных агентов денежные средства, необходимые для дальнейшего предоставления новых ипотечных кредитов.

3) На основе обеспеченных ипотекой требований по кредитным договорам и приобретенных закладных ипотечные агенты формируют ипотечное покрытие, под обеспечение которого в качестве эмитентов выпускают и размещают ипотечные ценные бумаги. В результате размещения ипотечных ценных бумаг ипотечные агенты получают финансовые ресурсы для покупки новых закладных и прав требований у банков – originаторов.

4) Инвесторы, купившие ипотечные ценные бумаги, получают по ним купон, который формируется за счет процентных платежей по ипотечным кредитам.

5) Ипотечные ценные бумаги свободно обращаются на фондовой бирже, так что любой инвестор, купивший эти бумаги при их первичном размещении, может быстро и с минимальными транзакционными издержками конвертировать их обратно в деньги.

### ***Результаты***

На первый взгляд расширенная модель ипотечного кредитования идеально выполняет свою основную функцию: при посредничестве банков – originаторов, ипотечных агентов и фондовой биржи модель обеспечивает синхронизацию

периода, на который банк – оригинатор выдал ипотечные кредиты своим заемщикам, и срока, на который инвесторы осуществили вложение средств в ипотечные ценные бумаги.

Однако расширенная модель эффективно функционирует только при наличии емкого рынка ипотечных ценных бумаг.

В условиях ограниченных возможностей и желания инвесторов покупать ипотечные ценные бумаги органы государственной власти, ответственные за развитие жилищного строительства и рынка жилья в стране, с помощью предоставления различного рода преференций начинают искусственно стимулировать вложения инвесторов в ипотечные ценные бумаги.

В целом, преференции, предоставляемые органами государственной власти инвесторам при покупке ими ипотечных ценных бумаг, можно подразделить на три группы.

Во-первых, льготное налогообложение доходов, полученных собственниками ипотечных ценных бумаг. К примеру, владельцы ипотечных ценных бумаг – юридические лица могут уменьшить платежи по налогу на прибыль организаций за счет того, что полученные ими доходы по ипотечным ценным бумагам облагаются по более низкой налоговой ставке.

Во-вторых, владение ипотечными ценными бумагами может искусственно улучшать финансовое состояние собственников данных бумаг, а, следовательно, способствовать достижению ими различных обязательных финансовых нормативов, устанавливаемых регуляторами (Банком России, Минфином и т.д.).

В-третьих, ипотечные ценные бумаги могут быть включены в ломбардные списки, что позволяет получать кредиты в центральном банке под залог этих ценных бумаг или совершать сделки РЕПО с этими ценными бумагами с казначейскими органами.

Предоставление подобных преференций владельцам ипотечных ценных бумаг может стать причиной того, что данные ценные бумаги из инструмента развития жилищного строительства и рынка жилья трансформируются в инструмент минимизации налогообложения, обхода обязательных финансовых нормативов, получения краткосрочного кредитования.

Как нам представляется, именно такая метаморфоза произошла с российскими ипотечными ценными бумагами.

Центральным звеном расширенной модели ипотечного кредитования в России является ипотечный агент ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», единственным учредителем и участником которого, в свою очередь, является единый институт развития в жилищной сфере в РФ, а именно АО «ДОМ.РФ». Выдавшие ипотечные кредиты банки - оригинаторы переуступают права требования по этим кредитам, а также закладные, удостоверяющие право залога на объекты недвижимости, ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент». Последний из обязательств ипотечных заемщиков формирует ипотечное покрытие, под обеспечение которого выпускает и размещает среди инвесторов облигации с ипотечным покрытием. Поручителем по данным облигациям выступает АО «ДОМ.РФ» [2].

Однако основная доля выпущенных ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» ипотечных облигаций приобретается не сторонними инвесторами, а банками – оригинаторами, переуступившими ипотечному агенту обязательства, под обеспечение которых в виде ипотечного покрытия и были выпущены ипотечные облигации.

Согласно аналитического отчета АО «ДОМ.РФ», по состоянию на 31 декабря 2021 года доля банков – оригинаторов в общем объеме вложений в ипотечные облигации ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» составляла 45%. Если при этом учесть сделки РЕПО с ипотечными облигациями ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», совершенные банками – оригинаторами с Федеральным казначейством, то реальная доля владения банков – оригинаторов в общем объеме облигаций с ипотечным покрытием, эмитированных ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», превысила в конце 2021 года 50 процентов [3].

В 2022 году картина стала еще более наглядной. По официальным данным, приведенным в аналитическом отчете АО «ДОМ.РФ», по состоянию на 31 декабря 2022 года доля банков – оригинаторов в структуре инвесторов в ипотечные ценные бумаги ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» по объему вложений составила 64%. С учетом сделок РЕПО с ипотечными облигациями ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», заключенными банками – оригинаторами с Федеральным казначейством, данная доля возрастет до 70% [4].

Таким образом, банки – оригинаторы, переуступившие права требования по ипотечным кредитам или продавшие удостоверяющие право залога на недвижимость закладные ипотечному агенту ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», направляют большую часть полученных ими денежных средств не на выдачу новых ипотечных кредитов, а на покупку ипотечных облигаций ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент». При этом доходы, полученные банками – оригинаторами в виде купонов по ипотечным облигациям, меньше процентов, которые они могли бы получить от заемщиков по ипотечным кредитам, на величину расходов ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» по выпуску и размещению ипотечных облигаций и стоимости поручительства АО «ДОМ.РФ».

Какие же причины заставляют банки – оригинаторы обменивать имеющиеся у них обязательства заемщиков по ипотечным кредитам на обязательства, представленные в форме ипотечных облигаций, но по своей сути те же самые?

Во-первых, согласно ст.290 НК РФ проценты по выданным банками ипотечным кредитам увеличивают прибыль, облагаемую налогом на прибыль организаций по ставке 20%. В тоже время согласно подпункта 1 п. 4 ст. 284 НК РФ доходы в виде процентов по облигациям с ипотечным покрытием, эмитированным после 1 января 2007 года, облагаются налогом на прибыль по ставке 15% [5]. В результате “обмена” прав требований по ипотечным кредитам на облигации с ипотечным покрытием ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» банки – оригинаторы снижают свои платежи по налогу на прибыль организаций.

Во-вторых, обладание ипотечными облигациями ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» позволяет банкам улучшить показатели достаточности капитала, так как вложения банка в рублевые облигации единого института развития в жилищ-

ной сфере относятся к активам II группы, коэффициент риска по которым составляет 20 % [6].

В-третьих, ипотечные облигации ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» включены в список ценных бумаг, с которыми Федеральное казначейство имеет право заключать договоры РЕПО, и, таким образом, являются финансовым инструментом, под обеспечение которого банки могут быстро получить краткосрочное рефинансирование [7].

### *Заключение*

Реальная ситуация с функционированием расширенной модели ипотечного кредитования в России существенно отличается от идеальной.

Банки – оригинаторы, “обменивая” права требования по выданным ими ипотечным кредитам на ипотечные ценные бумаги ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», получают легальную возможность снизить налоговую нагрузку и обеспечить соответствие обязательным нормативам по достаточности капитала. Кроме того, банки – оригинаторы используют ипотечные облигации ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» для получения краткосрочного финансирования из централизованных источников путем заключения сделок РЕПО с Федеральным казначейством, либо получения ломбардных кредитов от Банка России.

Доля небанковских инвесторов на рынке облигаций с ипотечным покрытием ничтожно мала. В конце 2021 года совокупная доля негосударственных пенсионных фондов, управляющих компаний и физических лиц в общем объеме ипотечных ценных бумаг, выпущенных в обращение ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», составляла 7%. К концу 2022 года данная доля сократилась до 4% [4].

При отсутствии взрывного многократного притока инвестиций со стороны небанковского сектора на рынок ипотечных ценных бумаг эффективное функционирование расширенной модели ипотечного кредитования едва ли возможно. В этих условиях ипотечные облигации становятся инструментом, который активно используется банковским сектором для решения своих узкоотраслевых задач, слабо связанных с развитием жилищного строительства и рынка жилой недвижимости.

Для мобилизации финансовых ресурсов, накапливаемых в первую очередь домашними хозяйствами, в пользу жилищного строительства следует параллельно с “американской” моделью развивать и вторую, автономную модель ипотечного кредитования.

Институциональную основу автономной модели формируют строительные сберегательные кассы. Стройсберкасса - это специализированная банковская организация, предназначенная для привлечения денег вкладчиков в строительные сберегательные вклады и предоставления им в последующем кредитов для покупки жилья. В стройсберкассах ресурсы для выдачи ипотечных кредитов формируются за счет сбережений будущих заемщиков. До получения ипотечного кредита заемщик в течение определенного периода должен вносить деньги в ссудо-сберегательную организацию.

К сожалению, в России законопроект, регламентирующий деятельность строительных сберегательных касс, начиная с 2002 года, несколько раз вносился

в Государственную Думу и каждый раз отклонялся российскими парламентариями. Как уже отмечалось выше, последний раз данный законопроект был внесен в парламент в 2021 году, однако в апреле 2023 года в очередной раз был отклонен на основании отрицательного заключения Комитета Государственной Думы по финансовым рынкам [1].

Подводя итог, можно сформулировать следующие выводы.

Во-первых, в силу узости российского рынка ипотечных ценных бумаг и незначительных объемов инвестиций небанковских инвесторов в ипотечные облигации, сложившаяся в России расширенная модель ипотечного кредитования превратилась в механизм, с помощью которого банки – оригинаторы минимизируют свое налогообложение, расширяют объемы кредитования со стороны Федерального казначейства и Банка России и обходят регуляторные ограничения финансовых властей.

Во-вторых, для создания эффективного механизма рефинансирования жилищного строительства в России следует наряду с расширенной моделью развивать автономную модель ипотечного кредитования, основой для формирования которой должен послужить соответствующий закон, регулирующий механизм создания и функционирования строительных сберегательных касс.

В-третьих, институциональной основой автономной модели ипотечного кредитования в России должна стать широкая сеть стройсберкасс в статусе государственных учреждений, что повысит доверие населения к данному институту и приведет к существенному притоку сбережений населения.

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Система обеспечения законодательной деятельности - Законопроект №1144687-7 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1144687-7> – (дата обращения: 06.05.2023).

2. Наш.дом.рф - ИЦБ ДОМ.РФ. Информация для Оригинатора [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://xn--90an6b.xn--d1aqf.xn--p1ai/about/information-for-borrowers/> – (дата обращения: 06.05.2023).

3. Смирнов Д.Ю., Коновалов И.А., Камаева Л.О. Приобретение банками – оригинаторами ипотечных облигаций как фактор, препятствующий развитию расширенной модели ипотечного кредитования в России / Финансовая экономика. 2022, №11, с. 142 – 147.

4. Наш.дом.рф - Обзор рынка ипотечных облигаций 2022 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://xn--90an6b.xn--d1aqf.xn--p1ai/upload/iblock/52f/kxfxeo3o8yhklsackljqqqw89mwm81vy.pdf> – (дата обращения: 06.05.2023).

5. Налоговый кодекс Российской Федерации часть 2 (ред. от 14.07.2022) [Электронный источник] / [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_28165/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/) (дата обращения 06.05.2023).

6. Инструкция Банка России от 29.11.2019 N 199-И (ред. от 24.12.2021) "Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией" [Электронный источник] / [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_342089/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_342089/) (дата обращения 06.05.2023).

7. Московская биржа - РЕПО с Центральным Контрагентом [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/markets/money/repo/> – (дата обращения: 06.05.2023).

© Д. Ю. Смирнов, 2023