Тенденции рынка секьюритизации

Секьюритизация глазами организаторов: итоги года и перспективы российского рынка

Круглый стол организаторов сделок

В рамках круглого стола организаторы сделок секьюритизации — представители крупнейших банков и институтов развития — обсудили ключевые итоги 2025 г., трансформацию структуры рынка и факторы, определяющие его дальнейшее развитие. Участники рассмотрели, какие сегменты активов стали драйверами роста, как изменился спрос со стороны инвесторов и какие вызовы — от высокой процентной ставки до регуляторных ограничений — повлияли на экономику сделок. Особое внимание было уделено роли организатора в новых условиях, эволюции структур сделок и развитию неипотечной секьюритизации. В ходе дискуссии эксперты также обозначили ключевые перспективы и риски 2026 г., оценили потенциал появления новых классов активов и барьеры для выхода на рынок новых участников.

Каким 2025 г. стал для рынка российской секьюритизации?
Какие сегменты активов были наиболее востребованы в 2025 г.?
С какими ключевыми вызовами столкнулся рынок?

Елена Музыкина, директор подразделения «Секьюритизация», АО «ДОМ.РФ»: ипотечный сегмент остается крупнейшим на российском рынка секьюритизации. На конец 2025-го объем облигаций с ипотечным покрытием в обращении достиг 2.1 трлн руб., доля секьюритизированных ипотечных кредитов в совокупном ипотечном портфеле превысила 8.5%. ДОМ.РФ продолжает выполнять роль системообразующего участника данного сегмента и совершенствует свою платформу, предназначенную для трансформации высококачественного, но крайне неликвидного актива — пулов ипотечных кредитов в облигации с ипотечным покрытием и поручительством ДОМ.РФ.

Один из ключевых вызовов в условиях высоких рыночных ставок — уровень доходности, требуемый инвесторами, который не может обеспечить купон по ипотечным ценным бумагам в силу невысокой

маржинальности секьюритизируемых ипотечных кредитов и накопленных объемов ипотечных портфелей, выданных по ставкам ниже текущих рыночных. В результате возможности размещения ИЦБ в рынок пока сильно ограничены.

Виталий Петров, руководитель дирекции рыночных сделок и развития бизнеса, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО): 2025 г. стал для российского рынка секьюритизации рекордным. Общий объем сделок составил 890.6 млрд руб., основными активами были ипотечные кредиты, потребительские кредиты и кредитные карты. Необходимо отметить, что выпуски в рамках секьюритизации неипотечных активов стали более востребованы как банковским сектором, у которого появились новые возможности привлечения ликвидности и разгрузки капитала, так и инвесторами, которых привлекают высокий уровень доходности облигаций и качество залогового обеспечения. С начала 2025 г. мы видим значительное увеличение объемов секьюритизации потребительских кредитов, на рынке появился целый ряд новых игроков. Общий объем рыночных сделок секьюритизации потребкредитов в 2025 г. составил 174.6 млрд руб., из которых на долю Банка ВТБ пришлось 53% всех выпусков. Практика 2025 г. показала, что бумаги, обеспеченные потребкредитами, имеют отличные перспективы. Мы ожидаем, что в 2026 г. тенденция секьюритизации неипотечных активов сохранится. В портфеле банков накопилось большое количество кредитов с высокими коэффициентами риска, что сдерживает дальнейшее развитие их розничного бизнеса, инвесторам же важно диверсифицировать свои вложения за счет надежного инструмента с хорошей доходностью, которая, как правило, превышает ставки по депозитам. Наметившийся тренд на снижение ключевой ставки откроет перспективы и для рыночных размещений ИЦБ среди широкого круга инвесторов.

Юлия Лапшина, руководитель дирекции сложного кредитования и структурного финансирования, Альфа-Банк: ключевыми активами для секьюритизации в 2025 г. были ипотечные кредиты (выпуски с поручительством ДОМ.РФ) и потребительские кредиты. Основной вызов 2025-го для ипотечной секьюритизации — это изменение регулирования в части признания бумаг ВЛА, что потребовало от банков значительных усилий по переструктурированию сделок. А для секьюритизации потребительских кредитов, по моему мнению, 2025 г. — знаковый. Рынок наконец осознал мощность данных сделок с точки зрения управления капиталом и ликвидностью банков: количество оригинаторов и выпусков увеличилось кратно по сравнению с предыдущими годами; розничная база инвесторов пошла существенно расти, так как инвесторы почувствовали интерес к инвестициям ввиду наличия дополнительной премии при низком риске; регулятор целенаправленно продолжает развивать данный эффективный инструмент.

Тхао Ми Чан, руководитель направления, Управление секьюритизации и инвестиционных решений, ПАО «Совкомбанк»: 2025 г. стал очередным годом ускоренного роста рынка секьюритизации. Совокупный объем размещений по всем траншам вырос на 40% по сравнению с 2024 г. и приблизился к 1 трлн руб. Структура по-прежнему определяется доминированием ипотечного сегмента: доля ИЦБ ДОМ.РФ составила 71%, однако потребительские кредиты существенно нарастили долю — 23%, что отражает потребность банков в разгрузке баланса на фоне ужесточения регулирования. Оставшиеся 6% пришлись на кредиты под залог недвижимости, просроченную задолженность, кредитные карты и прочие денежные требования.

Ключевые вызовы 2025 г. — высокая ключевая ставка, сужающая окно целесообразности долгосрочных сделок; введение тестирования при приобретении облигаций неквалифицированными инвесторами — физическими лицами и необходимость поиска новой инвесторской базы; недостаточная проработка структуры ряда сделок организаторами без долж-

ного опыта, способная снизить доверие к инструменту в целом; неоднозначная правоприменительная практика — ряд судебных решений поставил вопросы о концепции true sale при некорректном структурировании сделок.

Владимир Лиман, руководитель трейдинга департамента глобальных рынков, Сбербанк: минувший год, несомненно, стал знаковым для рынка. Главное событие — кратно вырос сегмент неипотечной секьюритизации, на него вышли новые оригинаторы, а сделки стали сложнее и разнообразнее. Облигации секьюритизации начали превращаться из нишевых инструментов в активы, пользующиеся популярностью среди как розничных, так и институциональных инвесторов. Главными вызовами для рынка в 2025 г. стали необходимость донастройки его регулирования (в частности, в вопросе снятия ограничений на покупку облигаций секьюритизации страховыми и пенсионными фондами, государственными корпорациями), а также популяризация таких сделок — потребность в честном и понятном рассказе широкому кругу инвесторов о принципах работы, преимуществах и рисках.

Виктор Киселев, руководитель управления структурированных продуктов и секьюритизации, АО «ТБанк»: в 2025 г. объем сделок неипотечной секьюритизации вырос более чем в 5 раз, за год было реализовано сделок с активами более чем на 250 млрд руб. И хотя объем ипотечной секьюритизации составил примерно 680 млрд руб. и поставил очередной рекорд по объему, все-таки основной тренд — резкий рост интереса и объемов неипотечных сделок, расширение круга оргинаторов, использование различных классов базовых активов, рост числа и интереса инвесторов.

Изменились ли объем и структура сделок по сравнению с 2024 г.? Как трансформировался спрос со стороны инвесторов?

Юлия Лапшина: объемы сделок в части потребительской секьюритизации выросли кратно по сравнению с предыдущими годами, что в том числе связано с выходом на рынок новых оригинаторов. С точки зрения базы инвесторов — видим значительный рост рыночного спроса в основном со стороны розничных инвесторов, которые начинают разбираться в сложном инструменте и понимать, что могут заработать дополнительную премию при низком риске. Институциональные инвесторы более осторожны — пенсионные фонды пока не могут материально инвестировать ввиду регуляторных ограничений, а иные институционалы пока изучают продукт. Крупные институциональные инвесторы на данном рынке сейчас — это те же банки-оригинаторы — они хорошо разбираются в продукте и готовы инвестировать в рыночные выпуски.

Виктор Киселев: если говорить о сегментах или классах активов, которые стали популярны в 2025 г., то в первую очередь нужно отметить потребительские необеспеченные кредиты. Больше всего оригинаторов выходило на рынок именно с данным видом активов, для кого-то это были повторные сделки, но были и дебютные. Кроме того, ряд банков начали работу над проектами в 2025 г. с целью провести размещение уже в новом, 2026-м. Безусловно, и количество банков-оригинаторов, и объем сделок с потребкредитами будут расти.

Т-Банк провел две сделки секьюритизации портфелей кредитных карт на общую сумму 45 млрд руб. Это первые сделки с кредитными картами, полностью реализованные по российскому праву и на российской инфраструктуре.

Наверняка в ближайшие годы секьюритизация кредитных карт будет еще одним важным сегментом на российском рынке.

Владимир Лиман: по нашим подсчетам, объем рыночных размещений облигаций секьюритизации в 2025 г. вырос более чем в 5 раз по сравнению с 2024 г. Помимо Сбербанка и ВТБ, которые уже были представлены на этом рынке, оригинаторами выступили и другие крупные финансовые институты, так что можно сказать, что российская секьюритизация стала более разнообразной и конкурентной.

Для выпусков, организатором по которым выступил Сбербанк, структура спроса в 2025 г. осталась без изменений: преобладали розничные инвесторы, которые видят в облигациях секьюритизации возможность косвенно принять участие в успешном кредитном бизнесе Сбера. Институциональный спрос ограничивается спецификой регулирования рынка, а также текущими структурами сделок. Мы считаем, что популяризация выпусков с тремя и более траншами создаст почву для увеличения объема спроса от институциональных инвесторов.

Елена Музыкина: объем выпуска ИЦБ ДОМ.РФ за 2025 г. составил 670 млрд руб., это рекордный показатель. В 2025 г. существенно выросла доля секьюритизации кредитов с залогом прав по договорам долевого участия (ДДУ). 22 % объема выпусков ИЦБ ДОМ.РФ обеспечено такими кредитами (по сравнению с 3 % в 2024 г.).

Доля выпусков ИЦБ ДОМ.РФ в обращении, обеспеченных субсидируемой ипотекой, выросла за год почти в 2 раза: с 17 % на конец 2024 г. до 33 % на конец 2025 г. Доля таких кредитов в объеме выпусков ИЦБ ДОМ.РФ 2025 г. достигла максимального значения за всю историю — 66 % (30 % в 2024 г., 14 % — в 2023-м) на фоне преобладающей доли субсидируемых ипотечных кредитов в выдаче.

Банки остаются ключевыми инвесторами в ИЦБ ДОМ.РФ, что закономерно, так как ИЦБ — более привлекательный актив для банка по сравнению с уже выданными им ипотечными кредитами. Секьюритизация повышает устойчивость банковской системы, в том числе и в периоды, когда размещение ИЦБ сторонним инвесторам экономически не выгодно. Банки снижают нагрузку на капитал за счет передачи кредитного риска по секьюритизированным ипотечным кредитам, повышают свою нормативную и фактическую ликвидность.

Тхао Ми Чан: рынок вырос как по объему, так и по количеству сделок. Количество неипотечных сделок вдвое превысило количество ипотечных. Доля ДОМ.РФ в новых размещениях снизилась с 95 % в 2024 г. до 71 % в 2025-м. Наиболее заметный сдвиг — рост участия физических лиц через брокерские приложения и ИИС: по ряду сделок их доля в книге заявок достигала 90 %. Привлекательность для розничного инвестора обусловлена высокой доходностью при наличии рейтинга и структурной защиты.

Интерес институциональных инвесторов — банков, УК, НПФ, страховых — по-прежнему сдерживается отсутствием механизмов РЕПО для неипотечной секьюритизации, повышенными коэффициентами риска при включении облигаций в торговые портфели, отсутствием отдельных лимитов для НПФ, а также занижением балансовой стоимости при приобретении облигаций страховыми компаниями — де-факто они учитываются как структурные облигации.

Виталий Петров: по сравнению с 2024 г. наблюдался стремительный рост неипотечной секьюритизации. Если раньше ее доля была не более 7% рынка, то в 2025-м она составила 24%; объем рыночных выпусков неипотечной секьюритизации достиг 210.6 млрд руб., увеличившись по сравнению с 2024 г. почти в 6 раз.

При реализации неипотечных выпусков используются различные структуры, в том числе многотраншевые, позволяющие распределять риски, повышая эффективность сделок. Структура ипотечных ценных бумаг в настоящее время остается преимущественно однотраншевой, на рынке доминируют облигации с поручительством ДОМ.РФ.

В последние годы облигации, обеспеченные потребительскими кредитами, пользуются спросом как у институциональных, так и у частных инвесторов. Основу спроса со стороны физических лиц составляют не только «состоятельные инвесторы», но и широкая розница ввиду низкого порога входа: 1 лот = 1 облигация номиналом 1000 руб. Бумаги имеют привлекательное соотношение риска и доходности на коротком горизонте инвестирования, размер обеспечения по ним значительно превышает объем эмиссии, и они, как правило, имеют наивысший рейтинг надежности по национальной шкале — ruAAA.sf/AAA(ru.sf). Физические лица, например, рассматривают данные облигации в качестве альтернативы депозитам. Понимание структуры таких выпусков и доверие к ним растут. В открытом доступе есть модели, позволяющие инвесторам убедиться в качестве бумаг, оценить их динамику и потенциал, самостоятельно управляя своим инвестиционным портфелем. Сегодня облигации с залоговым обеспечением имеют устойчивый спрос со стороны различных групп инвесторов, и мы с уверенностью можем сказать о формировании вторичного рынка данного вида бумаг.

Какие факторы в 2025 г. в наибольшей степени влияли на экономику сделок? Насколько действующее регулирование способствовало или, наоборот, сдерживало развитие рынка?

Юлия Лапшина: с одной стороны, ввиду дефицита капитала многие банки-оригинаторы готовы платить дополнительную (некоторые значительную) премию к доходности при размещении выпусков потребительской секьюритизации. С другой — рост спроса на секьюритизацию потребительских кредитов приводит в ожидаемому снижению доходности данных выпусков, однако они все равно дают повышенный доход для инвестора. Что касается регулирования — основным сдерживающим фактором, по моему мнению, являются регуляторные ограничения, не позволяющие институционалам (в частности, пенсионным фондам) полноценно инвестировать в этот рынок. Как только эти ограничения будут сняты (ожидаем от Банка России в обозримом будущем), это станет мощнейшим толчком к развитию рынка и объемы размещений могут вырасти в десятки раз.

Наталья Аксёнова, управляющий директор дирекции рыночных сделок и развития бизнеса, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО): в 2025 г. высокие ставки по портфелю потребительских кредитов на фоне снижения ключевой ставки позволяли выпускать бумаги с купоном, привлекательным для инвесторов, но значительно ниже средневзвешенной ставки по кредитам, входящим в залоговое обеспечение облигаций. Это положительно сказывалось на экономике сделки, так как процентные поступления позволяли, в частности, формировать резервный фонд из поступлений по портфелю, а не с помощью кредита от оригинатора перед началом размещения.

Но основным фактором, влияющим на экономику сделки, остается выбор модели участия: она может варьироваться от разового выпуска облигаций до выстраивания полноценной программы регулярных размещений под залог различных классов активов. При реализации сделки один из главных вопросов — это формирование в банке необходимой инфраструктуры, включая систему продажи портфеля, его сопровождения, отчетности, что требует немалых затрат, связанных в том числе с автоматизацией процессов и модернизацией ИТ-систем. Относить все эти затраты на одну, даже сравнительно большую, сделку может быть нерентабельно. Поэтому мы говорим о секьюритизации как стратегическом направлении бизнеса банка и необходимости запуска программы выпусков. В этом случае эффективность данного бизнеса существенным образом повышается.

Для соблюдения требований Банка России в условиях высоких ставок у банков появилась необходимость оптимизировать капитал. В связи с этим многие банки стали чаще использовать механизм секьюритизации активов как эффективный инструмент привлечения ликвидности и разгрузки нормативов. Ужесточение макропруденциальных требований стало стимулом для продажи розничных активов через механизм секьюритизации.

Виктор Киселев: из вызовов стоит отметить регулирование и развитие инвесторской базы, но в целом эти две проблемы взаимосвязаны и идут рука об руку. Точечные изменения в регулировании, за которые так долго радеют представители рынка, а именно: выравнивание требований в отношении залоговых облигаций с идентификаторов «sf» с отсылкой к структурному финансированию и обычных облигаций с тем же уровнем рейтинга, повышение ликвидности залоговых облигаций — позволили бы увеличить инвесторский интерес к секьюритизации.

Мы видим изменение отношения инвесторов к секьюритизации, в первую очередь рост доверия, более глубокое понимание инструмента и восприятие секьюритизации как надежного инструмента, причем как со стороны инвесторов — физических лиц, так и со стороны различных групп институциональных инвесторов. Мы впервые видели в качестве инвесторов в наши сделки страховые компании, а также наблюдали явный рост спроса со стороны управляющих компаний облигационных паевых фондов. Если бы не сложности с оценкой и учетом, диктуемые текущим регулированием, несомненно, спрос был бы выше.

Что касается структуры сделок, то банки-оригинаторы явно становятся более изобретательными, стараются подстроиться под индивидуальные запросы инвесторов и под тенденции рынка. Мы видели в 2025 г. первые сделки секьюритизации потребкредитов и кредитных карт с мезонинными траншами, сделки с искусственно управляемой и предсказуемой амортизацией, револьверные сделки с ипотечными кредитами, транши с квазиплавающей ставкой. Все это демонстрирует гибкость секьюритизации как инструмента, а также таргетирование отдельных групп инвесторов за счет создания траншей с разными параметрами.

Мы ожидаем, что в 2026 г. инновации будут продолжаться, рынок достиг той стадии, когда рост объемов выпусков и количества оригинаторов будут конкурировать в борьбе за внимание инвесторов, и это хороший знак и для инвесторов, и для развития секьюритизации.

Тхао Ми Чан: экономику сделок определяли три ключевых фактора. Первый — влияние высокой ключевой ставки при ожидании ее снижения: оригинаторам нецелесообразно входить в длинные сделки с фиксированным купоном, а короткие структуры менее привлекательны, поскольку первоначальные расходы вносят существенный вклад в эффективную ставку на коротком горизонте.

Второй фактор — совокупные расходы на структурирование (юристы, рейтинг, создание и обслуживание СФО, листинг), которые остаются существенными для оригинаторов с относительно небольшими портфелями (менее 1 млрд руб.), что сдерживает приток новых участников.

Третий — регуляторная среда, которая в целом сдерживает рынок: асимметрия между ипотечной и неипотечной секьюритизацией, повышенные коэффициенты риска для банков при включении облигаций СФО в торговые портфели, отсутствие специальных лимитов на приобретение неипотечной секьюритизации для НПФ.

Владимир Лиман: мы выделяем две главные причины значительного роста рынка секьюритизации в 2025 г. — макроэкономику и регулирование.

Рост значений макропруденциальных надбавок по необеспеченным потребительским кредитам, усиливший давление на капитал банков, снизил порог экономической целесообразности сделок секьюритизации. Это привело к выходу

на рынок новых оригинаторов, а также кратному росту объемов неипотечных многотраншевых выпусков. Отдельно стоит отметить, что после выхода ДОМ.РФ на IPO, Правительство сохранило особый регуляторный режим для его ИЦБ, что создает условия для дальнейшего развития рынка ипотечной секьюритизации.

Наконец, снижение ставок в экономике позволило организаторам размещений предлагать по облигациям секьюритизации более привлекательные купоны (за счет риска ускорения предоплат, который на себя берут держатели ценных бумаг). Это сделало такие инструменты особенно привлекательными для инвесторов, стремящихся зафиксировать высокую доходность в условиях смягчения денежно-кредитной политики Банка России, и способствовало формированию значительного спроса на них как во время размещений, так и на вторичном рынке.

Как изменилась роль организатора в условиях высокой ставки и ограниченной ликвидности?

Тхао Ми Чан: роль организатора эволюционировала от структурирования и размещения к комплексному сопровождению на всем жизненном цикле сделки. Конкурентное преимущество определяется способностью предложить «пакетное решение»: структурирование, стресс-тестирование портфеля, содействие в получении рейтинга, организацию IR-функции, ведение залоговых счетов, услуги расчетного и резервного сервисного агента, мониторинг триггеров и ковенантов после размещения. В условиях ограниченной ликвидности организаторы всё чаще обеспечивают маркетмейкинг на вторичном рынке — критически важно для привлечения розничных инвесторов. Развивается работа с брокерскими платформами как важным каналом дистрибуции.

Вместе с тем 2025 г. показал и обратную сторону: недостаточная проработка структуры ряда сделок, подготовленных организаторами без должного опыта в секьюритизации, привела к проблемам на этапе обслуживания — от некорректно настроенных водопадов платежей до некорректного расчета механики наполнения резервных фондов. Подобные прецеденты способны снизить доверие инвесторов к инструменту в целом, что делает вопрос квалификации организатора не менее важным, чем качество базовых активов.

Важным трендом всего облигационного рынка прошлого года стал отказ организаторов участвовать в размещениях собственной позицией в существенных объемах. Банки не могут наращивать инвестиции в облигации, так как экономят капитал, а по секьюритизации потребительских кредитов, как правило, применяются высокие коэффициенты риска.

Наталья Аксёнова: в любых условиях роль организатора остается неизменной. Привлечение опытного партнера позволяет минимизировать структурные и юридические риски, сократить сроки реализации сделки, повысить ее эффективность. Организатор с помощью моделирования различных сценариев может предложить наиболее оптимальную структуру выпуска. Кроме того, в основные задачи организатора входят подготовка условий выпусков, разработка стандартов и требований к пулу кредитов, консультирование по внесистемному сопровождению сделок и разработке отчетности, взаимодействие с участниками проекта, организация подготовки эмиссионной и договорной документации, а также аудита секьюритизируемого пула. Организатор не только структурирует сделку, но и выполняет функции координатора, контролируя и направляя действия всех ее участников.

Владимир Лиман: от организатора, как и ранее, оригинаторы ожидают реалистичных оценок возможности реализации сделки на всем ее цикле — от структурирования до работы по ее закрытию, а впоследствии — и до разме-

щения. Организатор должен не только оценить портфель активов, но и разработать финансовую модель сделки, оценить параметры размещения, выбрать его период и участвовать в маркетировании сделки. Всё большее число оригинаторов ожидают, что организатор будет поддерживать сделку и после ее размещения, обновляя модели сделки, доступные для фактических и потенциальных инвесторов, на основании поведения портфеля.

Какие драйверы развития рынка секьюритизации вы видите в 2026 г.? Ожидаете ли вы появления новых типов активов или структур?

Денис Скрипкин, руководитель дирекции по работе с госпрограммами и новыми активами, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО): я ожидаю, что в целом на рынке секьюритизации сохранятся тренды, заложенные в 2024–2025 гг., основными сегментами рынка останутся сделки с потребительскими кредитами (в том числе кредитными картами) и ипотечными кредитами по программе ДОМ.РФ, а драйверами будут ожидаемое в 2026 г. снижение процентных ставок в экономике, а также сохраняющийся интерес банков к снижению нагрузки на капитал. По мере стабилизации ставок на облигационном рынке и наращивания банками портфелей ипотечных кредитов, выданных по текущим рыночным ставкам, можно ожидать возобновления размещений ИЦБ ДОМ.РФ среди широкого круга рыночных инвесторов, а также появления многотраншевых ипотечных сделок, в которых распределение денежных потоков от портфеля базовых активов по траншам подчиняется определенным правилам, более сложным, чем обычная последовательная структура. Таким образом, можно создать классы облигаций с нужными инвесторам финансовыми и рисковыми характеристиками: минимизировать риск досрочных погашений, риск изменения дюрации, получить класс с плавающим купоном, привязанным к рыночным ставкам, и т. д. С точки зрения новых активов — по рынку уже достаточно давно ходят идеи секьюритизации лизинговых активов, коммерческой недвижимости, возможно, в этом году мы также увидим такие пилоты.

Юлия Лапшина: основным драйвером рынка могло бы стать снятие регуляторных ограничений на инвестиции институциональных инвесторов. Также ожидаем появления структур с несколькими старшими траншами, структурированными под запросы конкретных инвесторов (например, транши с фиксированной дюрацией или мезонинные транши с более низким рейтингом, но повышенной доходностью). Помимо этого, если ЦБ облегчит регуляторные ограничения для ЦФА, например, разрешит высвобождать капитал при выпусках с баланса банка, привязанных к кредитам или кредитным портфелям, разрешит не взимать ФОР по таким привлечениям, выпускать ЦФА с баланса СФО, то, уверена, мы увидим первые выпуски цифровых секьюритизаций.

Виктор Киселев: основным драйвером секьюритизации оставалось давление на капитал банков в условиях ограниченных источников его увеличения.

Тхао Ми Чан: ожидаемое снижение ключевой ставки при сохранении ограничительного макропруденциального регулирования будет стимулировать рост рынка секьюритизации. Потребительские кредиты останутся основным драйвером неипотечного сегмента; ожидаем выхода МКК и МФК с револьверными структурами на базе коротких портфелей.

Наиболее перспективные новые направления — переупаковка корпоративных кредитов (российский аналог CLO),

пилотные выпуски структурированных концессионных/инфраструктурных облигаций, разработка рейтинговых методологий для NPL-секьюритизации. Отдельный тренд — возможное использование формата ЦФА для токенизации позиций балансовой и внебалансовой секьюритизации, что упростит выпуск и расширит каналы дистрибуции.

Елена Музыкина: снятие послаблений по нормативам достаточности капитала к 2027 г., необходимость исполнения ННКЛ в полном объеме — серьезные стимулы для наращивания объемов секьюритизации.

Важным драйвером ипотечной секьюритизации является возможность выдачи закладных на ДДУ. В 2022 г. были внесены изменения в законодательство, существенно упрощающие процесс выдачи и секьюритизации закладных на ДДУ. А в 2025 г. удалось регуляторную возможность реализовать в выпусках в существенных масштабах — впервые были проведены крупные сделки секьюритизации кредитов на строящееся жилье.

Владимир Лиман: хотелось бы выделить три тренда, которые, как нам кажется, определят рынок секьюритизации в 2026 г.:

1. Рост популярности секьюритизации с тремя и более траншами. Они позволят точнее дифференцировать профили доходности и риска под запросы различных категорий инвесторов.
2. Появление новых классов активов в основе сделок секьюритизации. Потенциально на публичный рынок могут выйти облигации, обеспеченные автокредитами, долгами МФО и просроченными задолженностями.
3. Дебюты новых оригинаторов. По мере того как рынок секьюритизации становится более зрелым, а ее экономическая целесообразность — всё более очевидной, мы предвидим значительный интерес к таким сделкам со стороны финансовых институтов, которые ранее не секьюритизировали свои активы.

Традиционный вопрос: расскажите о самых, на ваш взгляд, интересных и успешных сделках за 2025 г.

Юлия Лапшина: для нас 2025-й — год успешного выхода на этот рынок: дебют как с выпусками ипотечной секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ общим объемом более 100 млрд руб., так и размещением первого в истории банка выпуска потребительской секьюритизации.

Денис Скрипкин: я бы не стал, наверное, выделять какие-то индивидуальные сделки, а отметил сложившийся тренд, что банки стали включать сделки секьюритизации в стратегию фондирования и управления активами — мы видим на рынке серийные выпуски от ряда оригинаторов. С одной стороны, это позволяет оригинаторам снизить стоимость каждой отдельной сделки за счет эффекта масштаба. С другой — стимулирует развитие специализированной инвесторской базы, которая учится анализировать структуру сделок, качество активов, что приводит к снижению требуемой доходности таких облигаций. Таким образом, эффективность сделки повышается за счет не только уменьшения издержек на стороне оригинатора, но и оптимизации стоимости привлечения.

Виктор Киселев: если говорить о самых интересных проектах прошедшего года, то нам, безусловно, ближе собственные сделки Т-Банка, и в 2025 г. у нас были действительно инновационные структуры, такие как секьюритизация потребкредитов с мезонинным траншем — ТБ-4, секьюритизация ипотечных нецелевых кредитов с револьверным периодом — ТБ-2, секьюритизация задолженности по кредитным картам с четырьмя траншами — ТБ-6, да и первая сделка секьюритизации кредитных карт по российскому праву — ТБ-5.

Тхао Ми Чан: лучшей сделкой секьюритизации 2025 г., по результатам голосования Cbonds, признана СФО «Совком Секьюр». Ключевая особенность — механизм контролируемой амортизации, позволяющий инвесторам достоверно рассчитать доходность к погашению, в отличие от классических pass-through структур с неопределенной дюрацией. Это существенно повышает привлекательность выпуска: инвесторы получают корректную информацию о доходности облигации в брокерских приложениях, системах биржи и НРД, что особенно важно для розничного сегмента.

Отдельно стоит выделить первую с 2007 г. секьюритизацию кредитных карт, проведенную Т-Банком. Сделка имеет прецедентное значение — она открывает рынку новый обширный класс активов для секьюритизации.

Какие риски для рынка секьюритизации вы считаете ключевыми в 2026 г.? Какие регуляторные изменения могли бы придать рынку дополнительный импульс?

Тхао Ми Чан: помимо неопределенности макроэкономической среды существуют риски ужесточения регулирования сделок секьюритизации. В частности, возможно изменение порядка расчета регуляторных нормативов банков-оригинаторов при проведении сделок, в том числе на уровне консолидированных нормативов банковской группы, что может снизить экономическую привлекательность инструмента. Дополнительный риск — потенциальное ужесточение требований к приобретению облигаций секьюритизации неквалифицированными инвесторами — физическими лицами, которые сегодня формируют растущую долю спроса.

Импульс рынку могли бы придать снятие регуляторной асимметрии между ипотечными и неипотечными сделками секьюритизации, прежде всего в части коэффициентов риска и доступа к инфраструктуре рефинансирования, а также расширение перечня допустимых активов для НПФ и страховых компаний — включение облигаций СФО с инвестиционным рейтингом в портфели пенсионных накоплений и резервов.

Владимир Лиман: важное условие для дальнейшего развития рынка секьюритизации — выравнивание регуляторных условий между ипотечной и неипотечной секьюритизацией. Это возможность заключать сделки РЕПО с ФК со всеми облигациями секьюритизации, а не только с ипотечными облигациями ДОМ.РФ, включать старшие транши неипотечной секьюритизации в общий рисковый лимит НПФ, а также пересмотр заградительных риск-весов таких ценных бумаг в торговых книгах банков.

Юлия Лапшина: мощный импульс рынку могло бы придать снятие регуляторных ограничений для инвестиций институционалов, а облегчение регуляторных ограничений для ЦФА могло быть дать импульс развитию цифровой секьюритизации.

Вместе с тем спрос на облигации секьюритизации может снизиться и по макроэкономическим причинам. В случае если смягчение ДКП будет проходить медленнее ожиданий рынка, премии в доходностях таких ценных бумаг относительно ОФЗ и корпоративных облигаций с высокими рейтингами будут снижаться. Это, несомненно, приведет к снижению спроса со стороны как розничных, так и институциональных инвесторов.

Виктор Киселев: традиционно для рынка секьюритизации есть два ключевых риска — это регуляторный риск и общее состояние облигационного рынка. Если не будет неприятных неожиданностей в отношении двух этих факторов, то рынок, точно, ждут рост и развитие.

Какие компании сегодня «на подходе» к рынку секьюритизации? Какие барьеры мешают новым участникам выйти на рынок?

Тхао Ми Чан: мы видим программы секьюритизации практически во всех крупнейших банках — инструмент становится частью регулярной практики управления балансом. Помимо банковских активов ожидаем выхода на рынок крупных микрофинансовых компаний. Отдельный интерес представляют структуры с участием крупных корпоративных клиентов, в том числе секьюритизация торговой дебиторской задолженности и денежных требований.

Помимо экономических ограничителей ключевыми барьерами для новых игроков являются сложная IT-инфраструктура секьюритизации, а также значительные временные и организационные затраты при проведении первых сделок.

Виктор Киселев: из новых компаний и активов мы можем ожидать секьюритизацию дебиторской задолженности, а также секьюритизацию корпоративных кредитов и лизинговых платежей. Новые банки-оригинаторы выйдут на рынок со своими сделками с потребкредитами.

Владимир Лиман: во-первых, мы ожидаем, что в секьюритизацию «пойдут» не только крупные потребительски активные банки, но и менее масштабные (но более специализированные, например: в отдельных регионах или продуктах) кредитные организации. Во-вторых, мы с нетерпением ожидаем размещения первых сделок секьюритизации автокредитов, кажется, что все предпосылки для этого созрели, а технические барьеры, связанные со спецификой обеспечения по таким активам, могут быть преодолены. В-третьих, в ситуации более аккуратного подхода инвесторов к выбору активов для инвестирования на облигационном рынке мы бы ожидали, что buy-side начнет дифференцировать кредитный риск самих оригинаторов (например, лизинговых или факторинговых компаний) и выпусков, осуществляемых под залог активов такого формата, позволяя снижать стоимость заимствований за счет обособления понятного и анализируемого портфеля.

Юлия Лапшина: насколько нам известно, несколько новых банков-оригинаторов готовят дебютные сделки. Основной барьер для выхода на рынок новых участников — это существенные вложения в инфраструктуру (ИТ, процессы, персонал и др.). Однако данные инвестиции имеют свою окупаемость, которую нужно внимательно просчитать. Например, если затраты на инфраструктуру составляют менее 1 % от портфеля, который планируется ежегодно секьюритизировать, данный проект, определенно, имеет экономический смысл.

ВТБ

ЛИДЕР НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

13 выпусков ипотечных облигаций в рамках программы ДОМ.РФ на сумму **1,24 трлн рублей**

13 выпусков облигаций, обеспеченных портфелем потребительских кредитов, на сумму **1,17 трлн рублей**

1000/VTB.RU
8 800 100 24 24

БАНК ВТБ (ПАО). ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ №1000. РЕКЛАМА. 0+
ИНФОРМАЦИЯ ОСНОВАНА НА ФАКТИЧЕСКИХ ПУБЛИЧНЫХ ДАННЫХ ПО ОБЪЕМУ ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ