Владимир ЛИМАН,
руководитель трейдинга
департамента
глобальных рынков,
Сбербанк

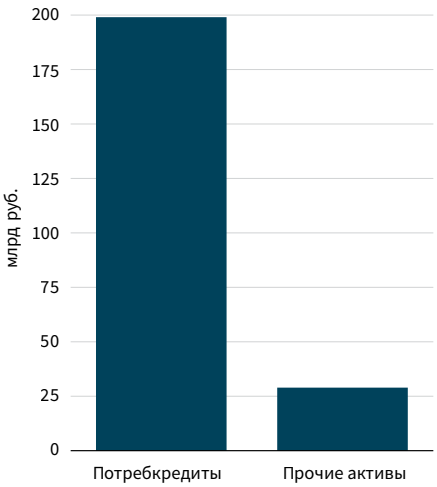
Тенденции неипотечной секьюритизации в 2025 г. и перспективы 2026 г.

2025 г. стал для российского рынка секьюритизации точкой ускорения в неипотечном сегменте. Объем размещений неипотечной секьюритизации превысил 200 млрд руб., что вывело сегмент из режима «единичных проектов» в режим масштабируемого инструмента фондирования и управления рисками. Доминирующим классом активов остаются потребительские кредиты (около 87 % от общего объема размещений «неипотеки»), однако одновременно закрепилась практика программных выпусков, револьверных периодов и многотраншевых конструкций. На 2026 г. крупнейшие банки публично обозначили планы дальнейшего роста размещений: обсуждаются сценарии, при которых совокупный объем неипотечных выпусков может приблизиться к 500 млрд руб.

Ключевые инфраструктурные вызовы:

1) отсутствие крупных институциональных инвесторов на этом рынке;

Рисунок 1
Структура неипотечной секьюритизации в 2025 г.
Источник: Cbonds



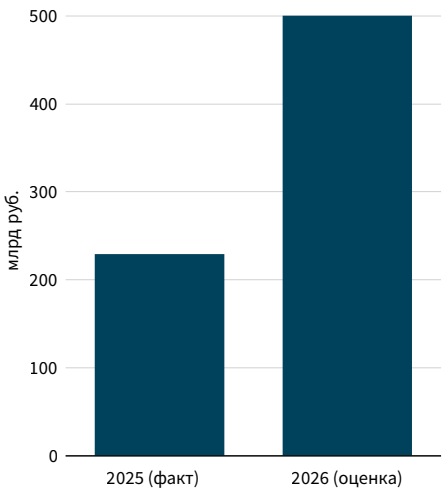
2) недостаточное развитие вторичного рынка облигаций специализированных финансовых обществ (СФО): низкая ликвидность ограничивает круг инвесторов и увеличивает «премию за неликвидность» в цене выпуска.

Однако именно в 2025 г. наметились тенденции по улучшению ситуации со вторым из двух вызовов: по ряду выпусков появились ликвидные «стаканы» на бирже, дневные объемы сделок в них могут превышать 10 млн руб.

МАСШТАБ РЫНКА И ДИНАМИКА

По итогам 2025 г. объем рыночных размещений сделок неипотечной секьюритизации составил 229 млрд руб. 199 млрд руб. из этого объема размещений пришлось на потребительские ABS[1]. Оставшиеся 30 млрд руб. — «прочие активы», включая МСП, NPL и отдельные специализированные конструкции. Рост неипотечной секьюритизации в 2025 г. нельзя объяснить одним фактором. Однако можно выделить несколько устойчивых драйверов, которые, вероятно, останутся актуальными и в 2026 г.

Рисунок 2
Неипотечная секьюритизация: объем размещений
Источник: Cbonds



[1] Asset-Backed Securities, обеспеченные активами ценные бумаги — собирательный термин для инструментов рынка капитала, источником для погашения которых является один или множество активов, юридически обособленных от лица, которое первоначально такой актив (или набор активов) создало.

УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ И БАЛАНСОМ

Секьюритизация — это не только «привлечение денег», но и перераспределение риска, влияющее на банковские нормативы достаточности капитала. В периоды, когда регулятор усиливает макропруденциальные требования к отдельным классам кредитов, банки ищут инструменты оптимизации баланса: продажа портфеля в пользу СФО и выпуск облигаций под залог прав требований позволяют разгрузить баланс и высвободить капитал под новое кредитование. В 2025 г. именно этот мотив мог быть особенно значимым для портфелей с повышенной капитальной нагрузкой.

При этом на российском рынке сохраняется тенденция «ограниченной передачи кредитного риска» инвесторам в неипотечных сделках. Реализация ее заметна в том, что в 100% сделок, реализованных в 2025 г. и ранее, оригинаторы осуществляют выкуп кредитов из состава портфеля при ухудшении их кредитного качества. Некоторые оригинаторы выкупают только «дефолты» (кредиты, платежные обязательства по которым нарушены на срок 90 дней и более), иные — выкупают и более «безобидные» просрочки, начиная от 30 дней. Связано это как с нежеланием оригинаторов реализовывать кредитные потери для инвесторов, только открывающих для себя данный рынок, так и с технологическими ограничениями банков-оригинаторов, не позволяющих им осуществлять полноценный процесс взыскания просроченной задолженности по кредиту, находящемуся на балансе СФО. Нет сомнений, что по мере роста числа и разнообразия сделок, а также внедрения банками-оригинаторами технологических инноваций эта тенденция начнет меняться. Нельзя не отметить, что ее корректировке также будут способствовать и негативные перемены в макроэкономическом ландшафте потребительского кредитования (иными словами, при массовом ухудшении качества обслуживания своих задолженностей по потребительским кредитам, переданным в сделку, банки-оригинаторы будут всё меньше склонны к «гарантированию»

дефолтов в сделке). Однако хочется верить, что данный фактор не станет первопричиной для разворота подобной тенденции.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИСТОЧНИКОВ ФОНДИРОВАНИЯ

Банковская система структурно опирается на депозитную базу, причем существенная доля сбережений населения имеет короткую срочность. Для среднесрочных портфелей это создает риск рефинансирования и мотивирует банки развивать рыночные каналы фондирования. Секьюритизация позволяет добавить к депозитам и классическим облигациям еще один канал — обеспеченный долг, где кредитный риск «упакован» в изолированный пул активов и структурные механизмы защиты инвесторов. При этом нельзя сказать, что фактор снижения стоимости фондирования через выпуск обеспеченных облигаций секьюритизации стал значимым. Вероятно, это связано с тем, что на рынок в 2025 г. выходили системообразующие (или по крайней мере крупные) банки, активные в области потребительского кредитования. Вопрос стоимости фондирования (и его стимулирующий эффект для оригинаторов) будет играть более существенную роль по мере вовлечения в секьюритизацию средних банков, для которых вопрос стоимости привлечения пассивов (и, еще важнее, вопрос дифференциала между стоимостью привлечения «под риск» самого банка по сравнению с рыночными доходностями облигаций, обеспеченных залоговым покрытием) является более критическим.

ИНВЕСТОРСКИЙ СПРОС И «ПОЛКА» ВЫСОКОРЕЙТИНГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Для инвестора старший транш ABS — это, по сути, облигация с высоким кредитным качеством, дополнительно защищенная субординацией и структурными резервами. В условиях ограниченного набора эмитентов на рынке долга такие инструменты расширяют возможности диверсификации. Однако полноценное расширение спроса возможно только при понятной структуре, прозрачности данных и приемлемой вторичной ликвидности.

В условиях сузившегося после 2022 г. предложения качественных инвестиционных инструментов для широкого круга инвесторов, прежде всего не являющихся квалифицированными, появление инвестиционных облигаций секьюритизации, характеризующихся хорошим соотношением риска и доходности, — как альтернативной инвестиции привлекает инвесторов, фокусирующихся на инструментах с фиксированной доходностью и высоким кредитным качеством.

Даже с учетом оценочного характера прогноза на 2026 г. потенциальный масштаб увеличения указывает на переход сегмента к фазе системного масштабирования.

ОТНОСИТЕЛЬНО НИЗКАЯ АКТИВНОСТЬ В ИНЫХ СЕГМЕНТАХ НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Другие сегменты неипотечной секьюритизации пока не следуют в своей динамике за сегментом секьюритизации активов, создаваемых в рамках потребительского кредитования. Кратко рассмотрим наиболее заметные из них.

Кредитные портфели МСП менее однородны, чем потребительские: большее разнообразие заемщиков, продуктов, отраслей и регионов; выше волатильность перехода таких кредитов в статус «просроченных». За 2021–2025 гг. совокупный объем выпусков облигаций МСП-секьюритизации составил 8 млрд руб., что показывает — сегмент существует, но пока не стал массовым.

NPL-сделки (сделки секьюритизации просроченной задолженности) отличаются тем, что выплачиваемый облигационерам денежный поток — результат активного взыскания, а не регулярной дисциплины заемщиков. Поэтому здесь особенно важны качественное обслуживание портфеля, юридическая чистота прав требований и корректное моделирование результатов взыскания по активам. За 2021–2025 гг. совокупный объем выпусков облигаций NPL-секьюритизации составил 20 млрд руб. Такие выпуски, как правило, остаются нишевыми и ориентированы на квалифицированных инвесторов.

Автокредиты, лизинг, дебиторская задолженность являются «естественными» активами для секьюритизации, но пока не стали заметными областями для ABS-сделок.

На зрелых рынках секьюритизация потребительских кредитов, выдаваемых на цели

приобретения личных автомобилей и обеспеченных залогом последних, — один из крупнейших сегментов неипотечной секьюритизации. Автокредиты имеют кредитное улучшение (в виде залога), достаточно стандартизированы и имеют понятный жизненный цикл. Для России этот сегмент выглядит естественным кандидатом для роста, однако сделок за последние несколько лет не было. Барьеры для секьюритизации автокредитов и денежных требований из договоров лизинга — отсутствие массовой инфраструктуры и «полки» выпусков, нерешенные вопросы по вторичной ликвидности, а в лизинге — сложность передачи предмета лизинга и налоговые сложности при превращении денежного потока, включающего в себя налог на добавленную стоимость, в очищенные от такого налога платежи по чисто финансовой сделке секьюритизации.

Дебиторская задолженность — потенциальная альтернатива факторингу, где SPV[1] может привлекать средства на рынке капитала, а оригинатор — монетизировать оборотный капитал. Здесь критичны качество данных, дисциплина платежей дебиторов и юридическая конструкция уступки.

ЭВОЛЮЦИЯ СТРУКТУРЫ СДЕЛОК И ПОВЫШЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

В 2025 г. стали заметны признаки перехода от разовых выпусков к программам: выпуск в рамках программы снижает транзакционные издержки, ускоряет вывод следующего выпуска и формирует для инвесторов повторяемый продукт. Револьверные периоды становятся инструментом управления оборачиваемостью портфеля. Многотраншевость — способ точнее «упаковать» риск и привлечь инвесторов с разным риск-аппетитом.

Однако усложнение структуры оправдано только тогда, когда оно снижает стоимость фондирования и делает продукт более понятным. Рынок не выигрывает от сложности ради сложности: инвестор требует премию за непрозрачность и сложность в сделке, а институциональные инвесторы до сих пор не развили достаточную экспертизу в анализе сделок секьюритизации и управлении риском по таким сделкам.

Мы ожидаем появления на рынке структур, исправляющих их «недостатки» с точки зрения институциональных инвесторов: в то время как инвесторы — физические лица достаточно терпимы к изменчивости и слабой предсказуемости срочности инструментов секьюритизации (напомним, что срочность старших траншей облигаций секьюритизации напрямую зависит от скорости досрочных погашений по портфелю, лежащему в основе сделки), для институциональных инвесторов такая непредсказуемость профиля амортизации и фактор negative convexity[2] (тенденция к сокращению срочности инструмента в условиях снижающейся траектории рыночных процентных ставок) являются достаточно болезненными. Рынок адаптируется к таким запросам крупных институциональных инвесторов, предлагая им транши облигаций старшего класса, предусматривающие более предсказуемый профиль амортизации, соответствующий запросам инвесторов.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ОГРАНИЧЕНИЯ И ПОТЕНЦИАЛ

Несмотря на рост первичных размещений, вторичный рынок облигаций неипотечной секьюритизации остается сравнительно малоликвидным. Для сегмента характерны стратегия Buy-and-Hold[3], ограниченное число активных участников и отсутствие устойчивых рыночных бенчмарков. Развитие маркетмейкинга и повышение прозрачности раскрытия информации рассматриваются как ключевые условия институционального укрепления сегмента.

Повышение проникновения облигаций секьюритизации в портфели всё большего количества инвесторов будет способствовать росту ликвидности данного рынка, что в свою очередь будет снижать барьеры для входа новых инвесторов. Получится некий «самоиницирующийся» механизм, который, будучи поддержанным институтом маркетмейкеров со стороны крупных оригинаторов и трейдеров такого рынка, может обеспечить прозрачное ценообразование, сужение рыночных спредов и доступность инструментов секьюритизации в качестве обеспечения по инструментам привлечения краткосрочной ликвидности (сделки РЕПО).

---

[1] Special Purpose Vehicle — специально создаваемое для реализации сделки корпоративное образование. На российском рынке может существовать в форме ипотечного агента, специализированного финансового общества или специализированного общества проектного финансирования.

[2] Отрицательная выпуклость.

[3] Англ. Buy-and-Hold — удержание инвестиционного инструмента до погашения эмитентом.

ПОВЫШЕНИЕ ПРОЗРАЧНОСТИ СДЕЛОК, ЗАРОЖДЕНИЕ СТАНДАРТОВ РАСКРЫТИЙ

Не секрет, что на нынешнем этапе сделки неипотечной секьюритизации отличаются в нюансах, заметных профессионалам этого рынка. Однако есть аспект, серьезно дифференцирующий сделки и в глазах менее искушенных инвесторов, — это раскрытие информации по сделкам. В то время как отдельные оригинаторы публикуют (и регулярно обновляют) значительный объем информации по сделке — отчеты расчетного агента, информацию о состоянии портфеля, модели сделки, другие участники этого рынка ограничиваются минимально требуемым объемом информации. До сих пор рынок не придавал существенного веса таким различиям («вознаграждая» сделки с обширными раскрытиями более низкими ставками доходности по облигациям, размещаемым и обращающимся в ходе сделок), однако по мере роста числа сделок и их оригинаторов, вовлечения в данный сегмент рынка профессиональных инвесторов, способных досконально изучать и оценивать сделки, объем и качество раскрываемой по сделкам информации станут играть всё бóльшую роль. Не всегда возможно и уместно запрашивать информацию у оригинатора, при определенном критическом количестве сделок на рынке это станет полностью непрактичным. В этот момент оригинаторы, раскрывающие информацию, необходимую для анализа сделки (как первоначального, так и в ходе ее обращения), получат преимущество, поскольку их сделки будут рассматриваться риск-менеджерами инвесторов, сравниваться и считаться более предсказуемыми за счет возможности моделирования — как на публично доступных моделях оригинаторов, так и на собственных моделях инвесторов.

Участники рынка, последовательно, публично и детально раскрывающие информацию по собственным сделкам, предоставляющие инвесторам инструменты для собственного анализа и прогнозирования поведения сделки по собственным сценариям, будут формировать «золотой стандарт» раскрытий, которому, как показывает мировая практика, неизбежно начинают следовать и новые игроки, выходящие на этот рынок. Такую стандартизацию можно только приветствовать.

ПЛАНЫ БАНКОВ НА 2026 Г.

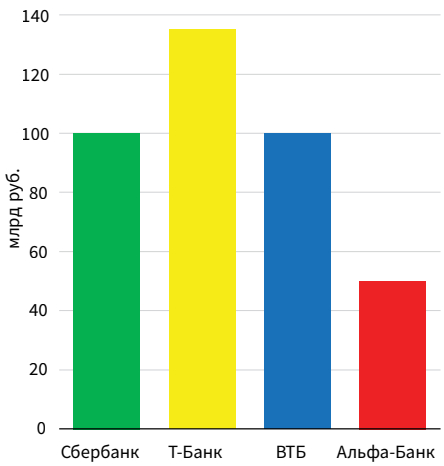
Публичные заявления крупнейших банков свидетельствуют о намерении существенно увеличить объемы сделок в 2026 г. Минимальные ориентиры по объемам представлены ниже:

Сбербанк ориентируется на объем около 100 млрд руб.; Т-Банк — 130–150 млрд руб.; ВТБ — более 100 млрд руб.; Альфа-Банк — 50–60 млрд руб. Совокупный потенциал заявленных планов формирует предпосылки для кратного роста рынка по сравнению с 2025 г.

Рисунок 3

Планы банков по выпускам секьюритизации в 2026 г.

Источник: пресс-релизы банков



ПЕРСПЕКТИВЫ 2026 Г.

В 2026 г. ожидается дальнейшее расширение спектра активов, включая автокредиты, кредитные карты, портфели МСП и NPL. Повышение стандартизации структур, развитие вторичного рынка и расширение инвесторской базы будут определять устойчивость роста.

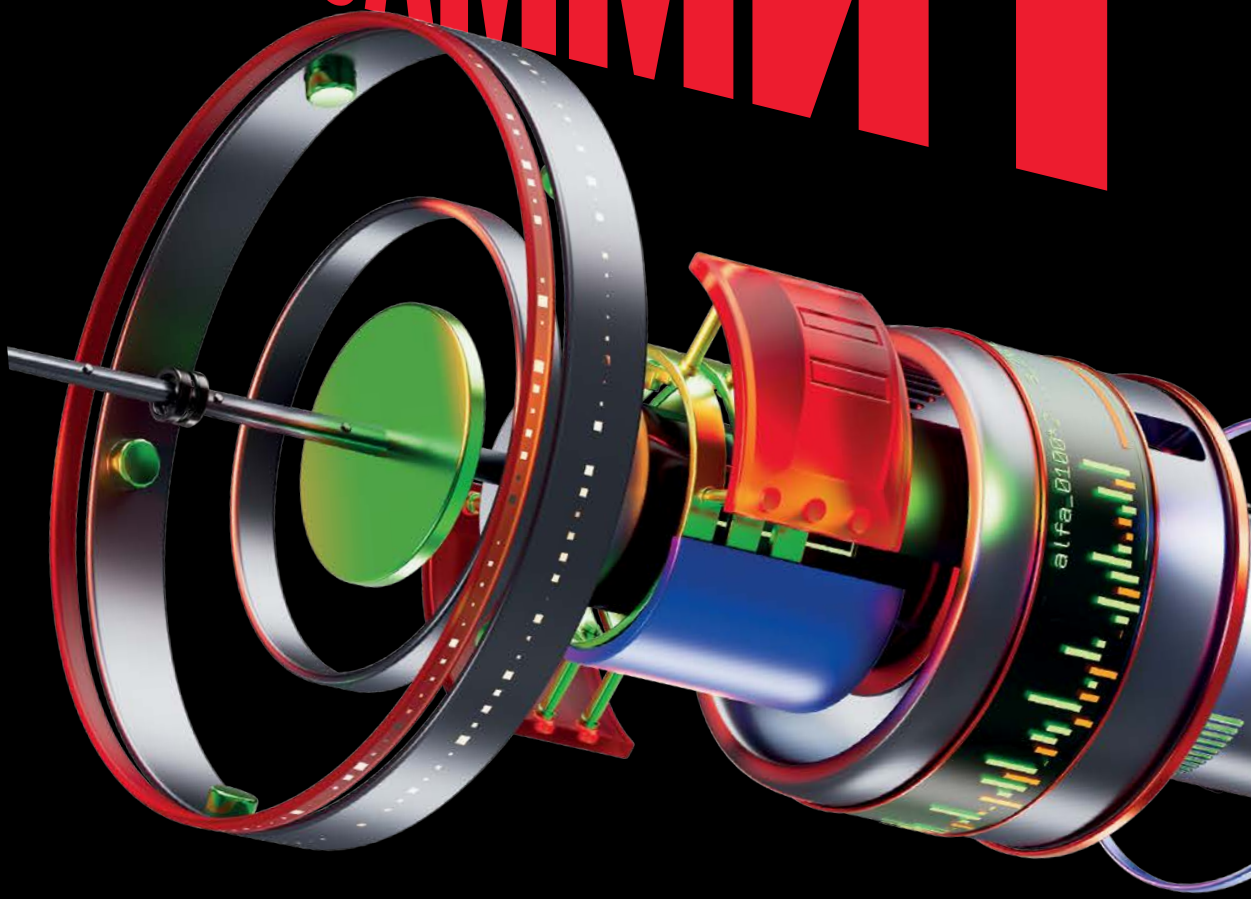
ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Неипотечная секьюритизация в 2025 г. закрепилась как значимый сегмент долгового рынка в целом и области структурного финансирования в частности. При сохранении макроэкономических и институциональных предпосылок 2026 г. может стать этапом масштабирования и структурного укрепления данного класса инструментов.

Альфа Банк

Лучший банк для масштабного бизнеса

АЛЬФА-САММИТ



Главное событие для масштабного бизнеса

Екатеринбург, Москва, Тюмень, Санкт-Петербург, Казань

АО «Альфа-Банк». Ген. лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16.01.2015. Реклама. Рекламодатель АО «Альфа-Банк»