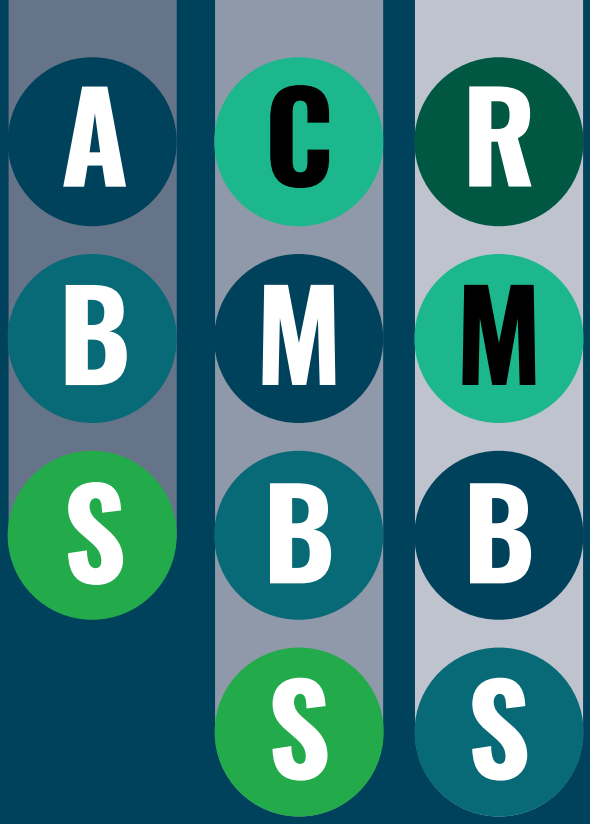

Инфраструктура рынка секьюритизации

Инфраструктура рынка секьюритизации: вызовы, решения и перспективы

Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

Представители инфраструктурных участников рынка обсудили текущее состояние и перспективы развития российской секьюритизации. Эксперты рассмотрели ключевые изменения регулирования, вступившие в силу в 2025 г., включая новые требования к удержанию риска оригинаторами и расширение возможностей специализированных финансовых обществ. Участники также оценили эффективность взаимодействия между инфраструктурными институтами, готовность рынка к появлению новых оригинаторов и эмитентов, а также обсудили вопросы прозрачности сделок и доступности данных для инвесторов. Отдельное внимание было уделено развитию секьюритизации неипотечных активов, необходимости адаптации процедур к более сложным пулам требований и возможным изменениям регулирования, которые могли бы способствовать дальнейшему росту рынка в ближайшие годы.

Какие изменения в нормативной базе 2025 г. оказали наибольшее влияние на инфраструктуру российского рынка секьюритизации?

Анна Горелова, генеральный директор, Focus Management: в 2025 г. регулирование секьюритизации в России существенно изменилось благодаря Федеральному закону от 26 октября 2024 г. №355-ФЗ, который с 25 апреля 2025 г. позволил Банку России в определенных случаях снижать минимальный объем удержания риска для оригинатора с 20 до 5% от объема обязательств по облигациям СФО. Цель — стимулировать неипотечную секьюритизацию, снизить затраты эмитентов и повысить ликвидность рынка при сохранении требований к качеству активов.

Дополняющее Указание Банка России от 11 апреля 2025 г. №7043-У установило критерии, при которых возможно удержание риска в объеме 5%. Во многом эти критерии близки к требованиям, предъявляемым к «простой, прозрачной и сопоста-

вимой» (ППС) секьюритизации в соответствии с Положением Банка России №647-П: секьюритизируемые требования должны быть однородными, возникнуть не позднее 6 месяцев до сделки, исполнение обязательств должно осуществляться не реже одного раза в 6 месяцев и др.

При этом ключевое требование для удержания риска в объеме 5% — наличие рейтинга у старшего транша — пока, к сожалению, невозможно исполнить. Минимальный уровень рейтинга должен быть установлен Советом директоров Банка России, однако пока еще такое решение не принято.

Максим Булгаков, старший директор по рейтингам структурированного финансирования, агентство «Эксперт РА»: в октябре 2025 г. вступило в силу Указание Банка России №7043-У, которое предоставило возможность сократить при соблюдении определенных условий уровень риска, удерживаемого оригинатором по неипотечным многотраншевым сделкам, с 20 до 5% от общего объема обязательств. Кроме того, документ ввел механизм «вертикального среза», который предусматривает возможность приобретения доли риска из старшей позиции СФО. Это дало оригинаторам и инвесторам большую гибкость в структурировании сделок. Однако для применения этого механизма необходимо решение Совета директоров Банка России, устанавливающее минимальный уровень рейтинга облигаций выпуска, что добавляет элемент регуляторного контроля за качеством бумаг.

С вступлением в силу нового норматива ликвидности банки получили возможность включать облигации многотраншевой секьюритизации, имеющие два рейтинга на уровне «AAA.sf», в состав высоколиквидных активов второго уровня (ВЛА-2). Это повысило привлекательность таких бумаг для банковского сектора, расширив базу потенциальных инвесторов и улучшив условия ликвидности таких выпусков.

Сергей Самохвалов, партнер «Меллинг, Войтишкин и партнеры»: 2025 г. оказался крайне активным с точки зрения как числа проектов, так и нового регулирования. Если 2024-й был годом IPO, то 2025-й можно назвать годом секьюритизаций. Важнейшим событием, безусловно, стало внесение изменений в способы удержания риска (Указание Банка России №7043-У). Новый порядок позволяет при определенных условиях использовать в сделках секьюритизации так называемый вертикальный срез в качестве способа удержания риска продавцом актива. Этот способ удержания риска широко распространен на рынках структурного финансирования ЕС, Великобритании и США. Важным событием также стало внесение в Закон о РЦБ возможности использования СФО в сделках синдицированного кредитования.

Надежда Лебедева, руководитель юридической практики, Группа Тревеч: в 2025 г., на наш взгляд, не было настолько масштабных изменений в нормативной базе, чтобы они оказали значительное влияние на инфраструктуру российского рынка секьюритизации.

Отметим как отдельные нововведения законодателя, так и свежие разъяснения регулятора.

С 10 октября 2025 г. вступило в силу долгожданное Указание Банка России от 11 апреля 2025 г. №7043-У. Этим Указанием установлены требования к формам и способам принятия:

— в соответствии с пунктами 26 и 26.1 статьи 42 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» рисков по облигациям с залоговым обеспечением «неструктурного» СФО, а также установлен порядок определения объема принимаемых рисков;

— в соответствии с пунктом 27 статьи 42 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» по облигациям с залоговым обеспечением СОПФ, а также установлен порядок определения объема принимаемых рисков.

Таким образом, теперь определены условия принятия оригинаторами рисков в объеме менее 20%, но не менее 5% от общего размера обязательств по облигациям «неструктурного» СФО.

Подробно на этих требованиях останавливаться не будем — это может быть предметом отдельной статьи.

Законом с середины 2025 г. закреплено теперь право специализированного общества выступать 1) участником синдиката кредиторов по договору синдицированного кредита (займа) и 2) стороной соглашения о финансировании участия в кредите (займе), в том числе внешним участником по соглашению о финансировании участия в кредите (займе) (как это понятие определено Федеральным законом от 31 декабря 2017 г. №486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»).

Регулятор при этом разъяснил, что поскольку «неструктурное» СФО не вправе выдавать займы — и по этой причине может выступать кредитором по договору синдицированного кредита (займа) или по договору о финансировании участия в кредите (займе), в том числе внешним участником по соглашению о финансировании участия в кредите (займе) только в случае приобретения денежных требований у одного из первоначальных кредиторов (внешнего участника) по таким договорам и при условии, что обязанность по предоставлению кредита (займа) или иного финансирования по таким договорам была исполнена первоначальным кредитором (внешним участником) в полном объеме.

Таким образом, законодатель не исключает возможности приобретения «неструктурным» СФО прав кредитора по договору синдицированного кредита (займа), а не только внешнего участника по договору о финансировании участия в кредите, если обязанность по предоставлению кредита (займа) или иного финансирования по таким договорам была исполнена первоначальным кредитором (внешним участником) в полном объеме.

При этом кредитор/внешний участник, уступающий «неструктурному» СФО денежное требование по соглашению о финансировании участия в кредите, которое является предметом залога по облигациям «неструктурного» СФО, должен будет принять риски по таким облигациям.

Кроме того, по одной из сделок регулятор обозначил позицию о невозможности распределения рисков между двумя и более первоначальными и (или) последующими кредиторами таким образом, что какой-либо кредитор не принимает на себя риски: оригинаторами становятся все кредиторы, уступившие на СФО права требования, составляющие предмет залога по его облигациям. Это важная вводная при структурировании сделок.

Существенная практическая деталь: с 1 марта 2026 г. все выпуски ценных бумаг должны подавать на регистрацию в Банк России только в электронной форме. Бумажные версии уходят в прошлое.

Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» расширен перечень изменений условий обеспеченных ипотекой обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, которые не являются ухудшением условий обеспечения по ИЦБ или нарушением установленных условий, обеспечивающих надлежащее исполнение обязательств по ИЦБ, а именно: к таковым изъятиям теперь отнесено и изменение условий в соответствии с Федеральным законом «Об особенностях изменения условий договора кредита (займа) по требованию заемщика — субъекта малого и среднего предпринимательства или заемщика — физического лица, применяющего специальный налоговый режим «Налог на профессиональный доход». При таком изменении допускается замена требования, включенного в ипотечное покрытие.

Владимир Лентищев, директор департамента сделок структурного финансирования и секьюритизации, АО «СОЛИД Менеджмент»: наибольшее влияние, безусловно, оказало вступление в силу Указания Банка России от 11 апреля 2025 г. №7043-У, которое сменило ранее действовавшее Указание Банка России №3309-У. Ключевое изменение — предоставление оригинаторам большей гибкости в принятии рисков. Регулятор позволил снижать объем принимаемых рисков при подтверждении высокого качества денежных требований и расширил перечень допустимых способов принятия рисков. Это прямо повлияло на моделирование сделок и требования к due diligence пулов, сделав процесс более чувствительным к качеству активов.

Насколько, по вашему мнению, сейчас эффективно выстроено взаимодействие между инфраструктурными участниками?

Максим Булгаков: взаимодействие между инфраструктурными участниками сделки выстроено достаточно устойчиво и базируется на апробированных отраслевых практиках. Вместе с тем текущий уровень развития рынка диктует необходимость совершенствования этих стандартов, направленного на повышение прозрачности выпусков.

Владимир Лентищев: взаимодействие отлажено достаточно технологично, но остается узким местом для нестандартных активов. Рыночная инфраструктура (НРД, НКЦ, биржи) эффективно обслуживает «классику» — ипотеку и однородные потребкредиты. Однако, как только мы выходим за рамки приложения 2 к Положению №647-П (критерия «простой, прозрачной, сопоставимой» секьюритизации), возникает ручная работа: требуется больше сверок, разъяснений и индивидуальных согласований.

Иван Махалин, партнер, LECAP: взаимодействие между инфраструктурными участниками рынка секьюритизации в России демонстрирует прогресс (рост числа сделок и партнерств, цифровизацию процессов), однако его эффективность ограничена рядом проблем: низкой ликвидностью неипотечных бумаг, регуляторными барьерами (необходимостью смягчения требований к капиталу, риск-весам), недостаточно активным вторичным рынком, недостаточной прозрачностью при оценке активов и концентрацией кредитного риска в банковской системе. Предполагаем, что для качественного скачка требуются дальнейшее совершенствование регулирования, повышение прозрачности данных и стимулирование институциональных инвесторов.

Луиза Лесная, директор, Группа Тревеч: взаимодействие, безусловно, достаточно эффективно. Мы видим как желание оригинаторов секьюритизировать разные активы, так и интерес инвесторов. Такое встречное движение способствует стремлению всех участников процесса к более эффективному взаимодействию. Участники рынка достаточно регулярно встречаются и обсуждают самые актуальные вопросы, что также способствует взаимопониманию.

Требуются ли изменения в процедурах для работы с более сложными или нестандартными пулами?

Луиза Лесная: в основных сделках сейчас объемы активов существенно выросли в количественном выражении. Важное условие успеха сделки — это готовность IT-инфраструктуры обрабатывать большие объемы не только на уровне сервисного агента, а также поддержание надежных каналов передачи информации.

Анна Горелова: для роста числа сделок с нестандартными пулами активов в рамках секьюритизации необходимы изменения: более гибкие методики оценки качества активов с учетом их специфики, развитие инструментов управления рисками (стресс-тестирование, хеджирование, страхование), оптимизация налогообложения для отдельных типов активов, а также развитие вторичного рынка облигаций, выпущенных в рамках секьюритизации, среди институциональных и частных инвесторов.

Владимир Лентищев: да, и это назревший вопрос. Процедуры оценки и регистрации должны стать более вариативными. Сейчас рынок развивается в сторону

неипотечных активов — лизинговые портфели, взысканная задолженность, синдицированные кредиты. Для них критерий «однородности» из Положения №647-П часто неприменим, что закрывает путь к пониженным коэффициентам риска. Нам нужны либо специальные критерии для разных классов неипотечных активов, либо более гибкая надзорная формула, учитывающая их специфику.

Максим Булгаков: на наш взгляд, такие изменения требуются, поскольку за последние несколько десятков лет на рынке секьюритизации в основном представлен ограниченный круг активов, понятный всем участникам этого рынка, таких как ипотечные кредиты, потребительские кредиты. Однако, по нашему мнению, потенциал рынка значительно шире, что говорит о появлении штучных выпусков с МСП-активами, автокредитами, кредитными картами, ГЧП-проектами и дебиторской задолженностью. Для комфортной работы с такими нестандартными пулами необходима выработка профильных отраслевых стандартов, регулирующих состав отчетности и степень раскрытия информации по таким выпускам.

Готова ли инфраструктура к выходу новых оригинаторов и организаторов? Эмитентов?

Иван Махалин: инфраструктура российского рынка секьюритизации (биржи, депозитарии, управляющие компании) в целом готова к выходу новых оригинаторов, организаторов и эмитентов: функционируют базовые механизмы, есть опыт работы с разными активами и позитивные регуляторные изменения (например, упомянутое ранее снижение порога удержания риска с 20 до 5%). Уверены, что рынок уже готов к появлению нестандартных неипотечных активов.

Луиза Лесная: безусловно, да. Инфраструктура готова к новым сделкам, новым активам. Вопрос скорее в том, могут ли на рынок сейчас выйти новые оригинаторы. Секьюритизация остается недешевым и непростым способом привлечения капитала. Хотелось бы видеть больше проектного финансирования и новых оригинаторов.

Максим Булгаков: дебютные выпуски для новых игроков всегда являются процессом заведомо затратным по времени, поскольку требуется наладить взаимодействие по всей цепочке (оригинатор — организатор — эмитент — инфраструктура) и настроить собственную ИТ-инфраструктуру для реализации сделки и ее последующего сопровождения. С учетом этого на рынке закрепляются именно те банки-оригинаторы, которые изначально рассматривают секьюритизацию в качестве стратегического продукта, предполагающего реализацию сделок на постоянной основе. При этом имеющаяся инфраструктура таких сделок, на наш взгляд, обладает полной готовностью к масштабированию и способна обеспечить растущий поток секьюритизаций без потери качества.

Владимир Лентищев: инфраструктура готова технологически, но есть барьер входа для новых игроков. Он связан не с «железом», а с экспертизой. Для выхода на рынок оригинатор должен выстроить процессы сбора и раскрытия данных по пулу на уровне, сопоставимом с банками. Новые организаторы (например, fintech-платформы) сталкиваются с проблемой отсутствия кредитных рейтингов и «длинной» кредитной истории, что усложняет due diligence со стороны инвесторов. Инфраструктура готова их принять, но им потребуется больше времени на подтверждение качества.

Достаточен ли текущий уровень прозрачности сделок?

Анна Горелова: текущий уровень прозрачности сделок секьюритизации в России недостаточен: несмотря на относительные успехи в ипотечном сегменте (реестры покрытий, статистика Банка России и ДОМ.РФ), в неипотечной секьюритизации сохраняются пробелы — неполное раскрытие данных о базисных активах, реструктуризациях и качестве пулов, отсутствие стандартизированных обезличенных отчетов сервисных агентов. Наглядный пример — сделка СФО РЛО, где выявились несоответствия в формировании резервного фонда специального назначения (РФСН) по сравнению с эмиссионной документацией; это стало основанием для понижения кредитного рейтинга старшим траншам (с «AAA(ru.sf)» до «A−(ru.sf)») и потребовало дополнительного анализа истории поступлений и списаний, что демонстрирует дефицит операционной прозрачности и риски для инвесторов из-за расхождения фактических действий с заявленными условиями.

Максим Булгаков: несмотря на наличие Положения Банка России №647-П, прозрачности для инвесторов это не добавило, они сталкиваются со сложностью самостоятельной оценки денежных потоков по сделкам. При этом создание доступного «калькулятора» или ценовой конвенции денежных потоков по неипотечной секьюритизации пока не рассматривается рынком в качестве приоритетного механизма, однако является сдерживающим фактором.

Луиза Лесная: нужно сказать, что в связи с размещением большого количества выпусков «в рынок» приход на рынок в том числе частных инвесторов заставил оригинаторов не просто выполнять законодательные требования по раскрытию информации, но стараться сделать информацию более доступной для инвесторов и облигационеров и более понятной. Предоставление моделей для инвесторов уже стало лучшей практикой на рынке в ушедшем году.

Владимир Лентищев: уровень прозрачности в рамках «российской STS» («прозрачной, простой и сопоставимой» секьюритизации) можно считать достаточным. Однако для инвесторов, не являющихся банками, доступ к информации остается ограничен. Как справедливо отмечают рейтинговые агентства, проблема не только в регулировании, но и в доступе к данным для самостоятельного анализа, особенно по неипотечным сделкам. Рынок движется в сторону большей открытости, но хотелось бы видеть более унифицированные форматы раскрытия информации (loan-level data) по всем типам активов, а не только по ипотеке.

Какие изменения в регулировании были бы, на ваш взгляд, наиболее полезны рынку? Какие ключевые изменения инфраструктуры возможны уже в текущем году?

Иван Махалин: для развития рынка секьюритизации необходимы: упомянутое выше снижение минимального удержания риска оригинатором, пересмотр риск-весов для младших траншей (отмена 1250%), стандартизация раскрытия информации по разным классам активов. Для некоторых активов, например лизинговых платежей, целесообразно рассмотреть изменение налогового законодательства. Для развития синтетической секьюритизации важно разрешить снимать риск с баланса финансовых организаций и банковских групп за счет CDS, TRS, структурных облигаций. Насколько мы понимаем, Банк России уже ведет работу в этом направлении. Давно напрашивается также расширение сферы применения специализированных обществ проектного финансирования: при правильной донастройке эта конструкция могла бы использоваться для whole business securitization (секьюритизации бизнеса в целом). Наконец, развитие регулирования и практики применения цифровых финансовых активов (ЦФА) в перспективе позволит их использовать как для токенизации требований, входящих в секьюритизируемые пулы, так и в качестве замены облигаций, выпускаемых в рамках

секьюритизации. Мы полагаем, что развитие данных направлений является длящимся процессом, который нельзя ограничить текущим годом.

Максим Булгаков: с точки зрения регулирования ключевым запросом является гармонизация рейтинговых подходов — сближение обычной шкалы и шкалы «.sf», а также интеграция национальных рейтингов в периметр оценки там, где сегодня используются международные. Что касается инфраструктуры, то здесь мы не ожидаем существенных изменений в текущем году, учитывая, что рынок стабильно функционирует в сложившихся условиях.

Сергей Самохвалов: на базе Ассоциации банков России крупнейшими кредитными организациями готовится доклад с предложениями по доработке регулирования. Основной лейтмотив доклада — выравнивание регулирования для разных инструментов рынка капитала. Рынок структурного финансирования уже долгое время борется не с отсутствием интереса или критическими проблемами закона, а с предубеждениями в отношении инструментов секьюритизации. Такое положение вещей невыгодно ни инвесторам, ни заемщикам. Инвесторы теряют надежный инструмент для инвестиций, заемщики упускают возможности по расширению базы инвесторов и возможности по улучшению условий финансирования. В условиях закрытых международных рынков капитала игнорировать альтернативные способы привлечения финансирования становится все сложнее. Среди задач первостепенной важности, направленных на выравнивание регулирования, — расширение возможностей по инвестированию средств пенсионных накоплений в высоконадежные инструменты секьюритизации, качество которых подтверждено независимым рейтинговым анализом, упрощение инвестиций для физических лиц, снятие искусственных ограничений для инвестирования в инструменты секьюритизации со стороны банков (511-П). Инвестор должен иметь доступ к любым инструментам рынка капитала, отвечающим определенным стандартам качества. Сейчас это не так, например, пенсионные фонды могут размещать накопления в обычные корпоративные облигации с рейтингом не ниже BB+ или A- (для кредитных организаций), тогда как для секьюритизаций установлен лишь узкий перечень доступных инструментов, не включающих целые классы активов, даже если сделке присвоен наивысший рейтинг (AAA).

Надежда Лебедева: мы столкнулись с необходимостью смены представителя владельцев облигаций (ПВО) сразу по нескольким выпускам облигаций нескольких эмитентов (в связи с прекращением договора ПВО), в том числе приходилось приостанавливать размещение облигаций. Не исключаем, что в текущем году будут внесены изменения в законодательство, регулирующее институт ПВО.

Кроме того, полезно было бы закрепление отдельного кода ОКВЭД для специализированных обществ по аналогии с тем, как сделано для ипотечных агентов. Использование текущих кодов вызывает вопросы то у аудиторов, то у кредитных организаций, что создает неопределенность для СФО, перед которыми необоснованно ставится вопрос о необходимости предоставления лицензии на осуществление брокерской деятельности.

Владимир Лентищев: наиболее полезным было бы внедрение предложений Банка России, озвученных в августе 2025 г. Речь идет о создании централизованного государственного реестра активов, обеспечивающих выплаты по ценным бумагам. Это радикально снизит операционные риски, упростит проверку обременений и повысит доверие инвесторов.

Кроме того, важно завершить работу над снижением порога удержания риска оригинатором с 20 до 5% (законопроект поддержан Правительством Российской Федерации). Это должно подтолкнуть развитие неипотечной секьюритизации. В 2026 г. мы, вероятно, увидим первые пилотные проекты по секьюритизации с участием цифровых финансовых активов (ЦФА) — инфраструктура НРД и Банка России к этому уже близка.

Что станет главным индикатором успешности рынка российской секьюритизации в 2026 г.?

Анна Горелова: главным индикатором успешности рынка российской секьюритизации в 2026 г. станет заметный рост числа сделок неипотечной секьюритизации — прежде всего с пулами потребительских кредитов и микрозаймов, арендных и лизинговых платежей, задолженностей по кредитным картам. Увеличение объема таких операций (по прогнозам «Эксперт РА», в 2026 г. объем неипотечной секьюритизации может вдвое превзойти исторический рекорд 2014 г., приблизившись к 500 млрд руб.) будет означать диверсификацию рынка, расширение круга оригинаторов и инвесторов, а также успешную адаптацию инфраструктуры к работе со сложными и разнородными активами.

Максим Булгаков: к количественному индикатору можно отнести превышение рекордных показателей 2025 г. как по общему объему размещений, так и по количеству завершенных сделок. Если рынку удастся не просто удержать достигнутый уровень, а нарастить его, это будет свидетельствовать о закреплении положительной динамики и росте доверия участников к такому инструменту.

Расширение состава игроков, появление сделок с новыми типами активов и сделок, структурированных иным (новым) образом, будет являться еще одним качественным показателем успеха неипотечной секьюритизации в 2026 г. Одновременно с этим важно увидеть не единичные, а регулярные размещения под пулы других классов активов (автокредиты, кредиты малому и среднему бизнесу, займы МФО, кредитные карты), а также увеличение доли институциональных инвесторов в таких выпусках. Именно диверсификация как участников, так и обеспечения покажет, что инфраструктура созрела для работы со сложными продуктами, а рынок перестает быть нишевым и начинает играть значимую роль в финансировании реального сектора.

Сергей Самохвалов: 2025 г. вывел на рынок самое большое число сделок за последние 10 лет. К проектам секьюритизации подключились крупнейшие российские банки. На данном этапе было бы важно поддержать рынок регуляторными стимулами, а участники рынка могли бы продолжить постепенное расширение перечня доступных инструментов секьюритизации новыми активами. Например, большую работу в этом направлении проводит ВЭБ.РФ в контексте ГЧП-проектов. Также на рынке готовятся проекты секьюритизации дебиторской задолженности (альтернативный способ фондирования экспортеров и производителей, работающих на внутреннем рынке). Развитие рынка — это совместное усилие всех участников рынка: банков, инвесторов, регулятора. Важно, чтобы инициативы рынка были поддержаны со стороны государства. Это позволило бы обеспечить приток средств с рынка капитала в наиболее надежные проекты, обеспеченные качественными активами. Примером такой успешной коллаборации является рынок ипотечной секьюритизации. Ипотечные проекты получили на ранних этапах поддержку от государства и институтов развития, и сейчас этот рынок превысил 1 трлн руб. Импульс в виде регуляторной поддержки существующих инструментов и появление новых инструментов секьюритизации были бы главными индикаторами зрелости и успешности российского рынка.

Луиза Лесная: конечно, количество сделок и их объемы важны как индикатор, но с точки зрения развития рынка, полагаем, что появление новых оригинаторов — хороший показатель.

Владимир Лентищев: главным индикатором успеха станет устойчивый рост доли неипотечных активов в общем объеме секьюритизации. В 2025 г. рынок секьюритизации потребкредитов вырос почти втрое — до 213.8 млрд руб. Если в 2026 г. мы увидим не только количественное увеличение, но и расширение линейки активов (МСП, автокредиты, лизинг) при сохранении качества и низкой дефолтности, значит, регуляторные изменения последних лет сработали правильно, а рынок обрел зрелость и устойчивость к турбулентности.