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

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

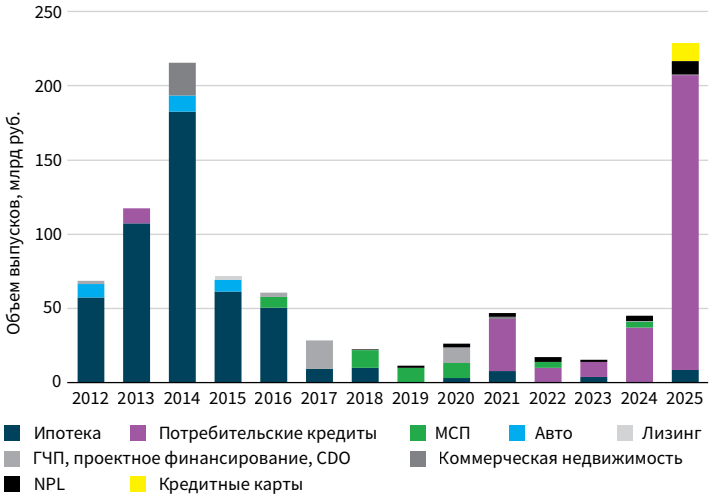
Новации на рынке многотраншевой секьюритизации

Завершившийся 2025 г. на рынке многотраншевой секьюритизации знаменателен не только пятикратным ростом объема выпусков, но и различными новациями, которые были связаны как с появлением новых типов базовых активов и структур водопадов платежей, так и с вступлением в силу ожидаемых изменений в регулировании. Данные нововведения закладывают основу не только для количественного, но и для качественного роста рынка многотраншевой секьюритизации в 2026 г.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ ВСТАЕТ НА ПОТОК

В 2025 г. состоялось 25 выпусков многотраншевой секьюритизации (без учета ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) ДОМ.РФ), что в 2.5 раза больше показателя прошлого года. Анонсированный объем выпусков без учета младших траншей вырос за год с 45 до 229 млрд руб., что превысило абсолютный максимум 2014 г., когда объем выпусков многотраншевой секьюритизации составил около 216 млрд руб. Но если в 2014 г. около 85 % приходилось на многотраншевую ипотечную секьюритизацию, когда выпуски поддерживались в том числе институтами развития, то начиная в 2025 г. с большим отрывом лидирует секьюритизация потребительских кредитов, на которую пришлось около 87 % всего объема. Каждый из 7 крупных оригинаторов, который реализовал в 2025 г. хотя бы один выпуск более 1 млрд руб., по крайней мере в одной сделке использовал в качестве базовых активов потребительские кредиты. При этом дебютантами в 2025 г. стали три крупных банка, которые заявили о намерении развивать направление многотраншевой секьюритизации, — АО «АЛЬФА-БАНК», Банк ГПБ (АО) и ПАО «Совкомбанк».

В тройку крупнейших оригинаторов по итогам 2025 г. вошли Банк ВТБ (ПАО), АО «ТБанк» и ПАО Сбербанк, доли кото-



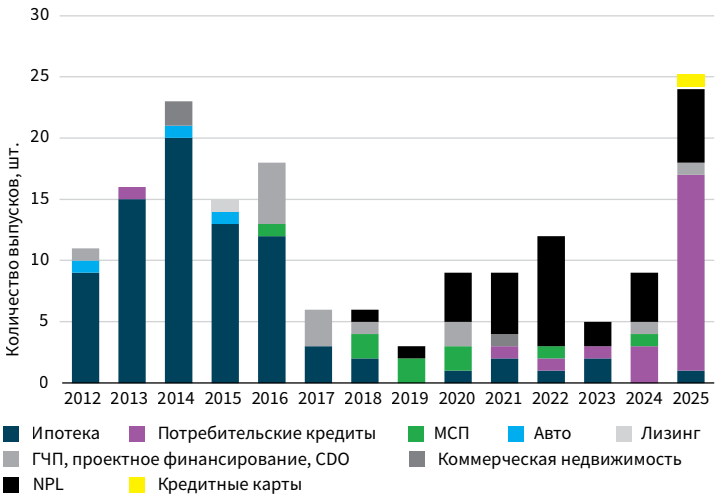


Рисунок 1
Структура размещения выпусков многотраншевой секьюритизации 2012–2025 гг.

Источник:
«Эксперт РА» по данным Cbonds

рых составили соответственно 41 %, 29 % и 13 %. Большинство оригинаторов, выходя на рынок многотраншевой секьюритизации с дебютным выпуском, продолжают в дальнейшем реализовывать выпуски на постоянной основе.

НОВЫЕ ТИПЫ БАЗОВЫХ АКТИВОВ — ПЕРВЫЕ ЭКСПЕРИМЕНТЫ

Секьюритизация беззалоговых розничных активов будет оставаться основным драйвером рынка в среднесрочной перспективе по ряду причин:

- такие активы формируют высокую нагрузку на капитал банков;
- высокий уровень процентных ставок по беззалоговым кредитам позволяет формировать рыночную доходность по облигациям, обеспеченным данными активами;
- значительные объемы однородных высококачественных кредитных портфелей уже сформированы на балансах банков;
- секьюритизация беззалоговых кредитов характеризуется меньшей опера-

Рисунок 2
Структура облигаций многотраншевой секьюритизации по непогашенному номиналу в обращении на 31.12.2025

Источник: «Эксперт РА» по данным Cbonds

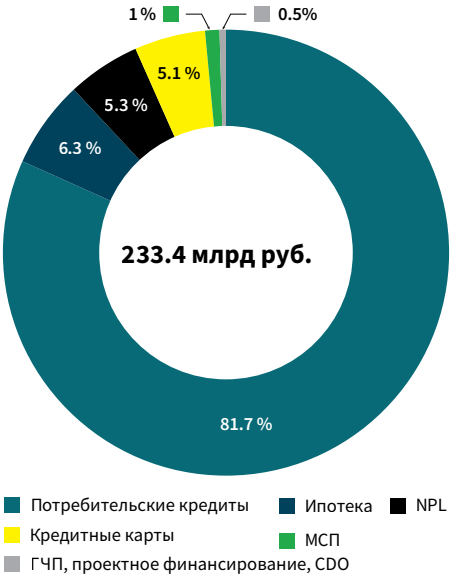
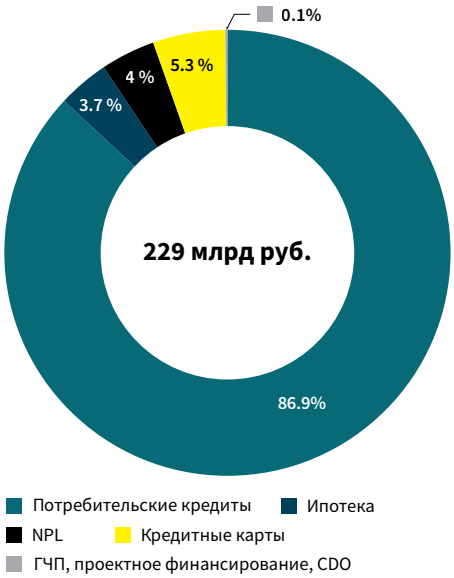


Рисунок 3
Облигации многотраншевой секьюритизации по типу секьюритизируемых активов, выпущенные в 2025 г. (по первоначальной номинальной стоимости выпусков)

Источник: «Эксперт РА» по данным Cbonds



ционной сложностью ввиду отсутствия необходимости в процедурах перерегистрации залога, его страхования и взыскания в случае дефолта заемщика.

При этом сами беззалоговые активы, используемые в секьюритизации, неоднородны. В 2025 г. в их число, помимо классических потребительских кредитов, входили кредитные транши в рамках единого лимита, а также кредитные карты.

В качестве примера одной из таких сделок можно привести сделку АО «Яндекс Банк», который секьюритизировал транши по онлайн-микрокредитам в рамках продукта банка «Супер сплит». Ключевой особенностью стало значительное количество активов в пуле — около 1 млн траншей. Выпуск продемонстрировал, что современная ИТ-инфраструктура позволяет уступать и сопровождать крупные пулы микрокредитов, что открывает путь на этот рынок для микрофинансовых организаций.

В другом случае оригинатором портфеля кредитных карт выступил АО «ТБанк». Сделки секьюритизации таких активов характеризуются более высоким уровнем риска по сравнению с классическими потребительскими кредитами. Это обусловлено отсутствием фиксированного графика погашения, а также наличием грейс-периода, в течение которого заемщики освобождаются от уплаты процентов при своевременном погашении задолженности в определенные сроки. Дополнительным фактором риска выступают потенциальные технические и операционные сложности при передаче таких активов на обслуживание резервному сервисному агенту.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ НАБИРАЕТ ОБОРОТЫ

Для инвесторов ключевым преимуществом рынка секьюритизации является возможность приобретения облигаций, параметры которых (в частности, риск-доходность и график погашения) соответствуют их инвестиционному профилю. По аналогии с рынком

одежды корпоративный долг можно сравнить с массмаркетом, а секьюритизацию — с индивидуальным пошивом, где организатор выпуска выступает в роли кутюрье.

Основной на рынке по-прежнему оставалась структура, при которой обязательства эмитента представлены старшим траншем облигаций и младшей субординированной позицией (младший транш облигаций или младший кредит), которая не амортизируется за счет погашения основного долга до полного погашения старшего транша облигаций.

2025 г. отметился появлением новых структурных решений: организаторы начали тестировать выпуски с несколькими траншами, а также сделки с амортизируемой младшей позицией. Особый интерес представляют структуры с условно предсказуемым графиком погашения старшего транша, который фиксируется в эмиссионной документации и не подлежит изменению при широком спектре возможных параметров. Примером такого подхода стал выпуск «СФО Совком Секьюр» (оригинатор — ПАО «Совкомбанк»), в рамках которого предусмотрено приобретение эмитентом новых кредитов до момента полного погашения облигаций в сочетании со ступенчатым графиком амортизации.

Рисунок 4

Облигации многотраншевой секьюритизации по типу структуры обязательств эмитента, выпущенные в 2025 г.

Источник: «Эксперт РА» по данным Cbonds

ИЗМЕНЕНИЯ В РЕГУЛИРОВАНИИ ПОДДЕРЖАТ РОСТ РЫНКА

В 2025 г. вступило в силу несколько законодательных актов, призванных повысить ликвидность выпусков многотраншевой секьюритизации, а также эффективность проведения выпусков для оригинаторов.

В рамках вступившего в силу Указания Банка России от 11.04.2025 №7043-У появилась возможность для оригинаторов снизить долю удержания риска с 20 до 5 % для неипотечной секьюритизации, а также возможность «добирать» долю риска из старшей позиции за счет так называемого вертикального среза. Указанные условия возможны при соблюдении определенных требований к базовым активам. Также в соответствии с Положением Банка России от 31.07.2025 №864-П появилась возможность включения выпусков многотраншевой секьюритизации с двумя рейтингами «ruAAA.sf» в ВЛА-2, что должно повысить их ликвидность.

Среди ожидаемых участниками рынка изменений — гармонизация регулирования обычной рейтинговой шкалы и шкалы «.sf», а также введение национальных рейтингов в нормативные акты, которые в настоящее время предусматривают использование только рейтингов международных агентств для инструментов секьюритизации.

Позитивные изменения на рынке, вероятно, поддержат его рост в 2026 г., который может обновить рекорды как по объему и количеству выпусков, так и по разнообразию секьюритизируемых активов и применяемых структурных решений.