Арсений АВТУХОВ,
начальник, отдел публичного анализа облигаций, ПАО «Совкомбанк»

Обзор инвестиционной привлекательности актуальных сделок секьюритизации

В 2025 г. рынок сделок секьюритизации вырос почти на 40 % и достиг 2.6 трлн руб. Открытием года для многих инвесторов стали сделки неипотечной секьюритизации, объем которых обновил исторический максимум. Мы понимаем, что сейчас многие розничные инвесторы обладают экстремально высокими компетенциями, превышающими коллективные компетенции некоторых институциональных инвесторов, что во многом объясняет доминирующую долю розничных инвесторов в этом классе активов. В то же время в сегменте розничных инвесторов значительна неоднородность компетенций — мы часто встречаем множество вопросов к оценке и анализу сделок секьюритизации, несмотря на очевидное присутствие розничных инвесторов в этом сегменте. В связи с этим мне хотелось бы поделиться упрощенной системой оценки инвестиционной привлекательности подобных сделок.

Но, перед тем как мы перейдем к оценке конкретных бумаг в определенных сегментах, следует оценить специфические риски, присущие сделкам секьюритизации. Два ключевых риска:

1. Риск ликвидности — особенно актуален для ипотечных облигаций, многие из которых либо вообще не торгуются, либо стабильно имеют оборот меньше 50 тыс. руб. в день. Крайне редки дни, в которые оборот хотя бы ряда конкретных облигаций Ипотечного Агента ДОМ.РФ превышает 500 тыс. руб., требуемых для «признания котировки»

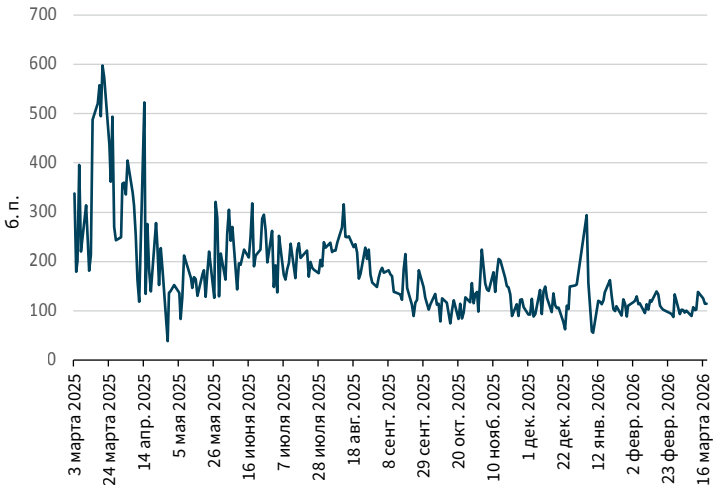


Рисунок 1
Средний G-спред наиболее ликвидных облигаций ИА ДОМ.РФ, базисные пункты
Источник: расчеты автора

по методологии определения стоимости рублевых облигаций. В то же время это периодически создает возможности для инвесторов с небольшими портфелями, которые умеют оценивать подобные сделки: на фоне низкой ликвидности при высокой волатильности на рынке публичного долга институциональные инвесторы могут испытывать потребность высвобождать свои позиции, что вызывает рост спредов. Подобные кейсы мы видели в 2025 г., когда G-спреды[1] облигаций ИА ДОМ.РФ расширялись до 600 и 300 б. п. в среднем соответственно.

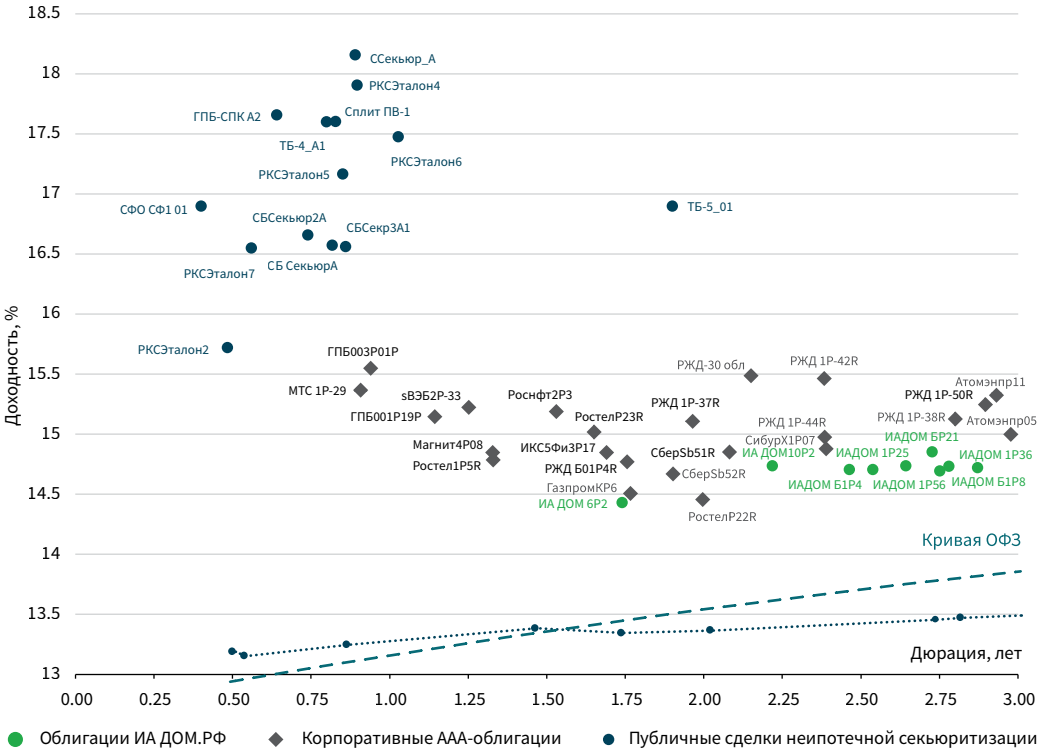
2. Риск непрогнозируемой амортизации, характерный как для ипотечных, так и для большинства прочих сделок. Сделки секьюритизации чаще всего представляют собой переупаковку портфеля банковских кредитов (ипотечных и потребительских) в конкретную ценную бумагу, доступную к обращению на рынке. При этом заемщики секьюритизированных кредитов сохраняют за собой право гасить кредит досрочно, а экономическая целесообразность этого определяется динамикой ставок. Когда кредиты гасятся досрочно, происходит досрочная амортизация тела облигации. Когда происходят непредвиденные события (инвесторы по любым другим причинам некорректно оценили предпосылки о досрочном погашении), актуальный срок до погашения может отличаться от ожидаемого. Это значит, что инвестор может как получить погашение раньше срока, «поймав» риск реинвестирования (так как сделки секьюритизации обычно амортизируются быстрее, когда ставки снижаются быстрее ожиданий, — в такой ситуации инвесторы вынуждены реинвестировать средства по уже сниженным ставкам), либо, наоборот, позже срока, что может быть критично для инвесторов, которые планировали покрывать свои обязательства за счет этих потоков.

Как оценивать сделки секьюритизации с учетом потенциального досрочного погашения? Для этого нужно оценить ожидаемые темпы досрочного погашения, темпы выхода в дефолт (ведь в минимальном объеме дефолты бывают даже в самых качественных портфелях), а также темпы возврата из дефолта. Данные параметры зависят от макроэкономической конъюнктуры, и в рамках этой статьи мы не будем подробно разбирать пригодные для их прогнозирования модели, тем более в этом

[1] Автор намеренно использует G-спреды для сравнения облигаций — в целях упрощения. Z-спреды более точно отражают премию над безрисковой доходностью, но требуют более глубокого понимания финансовой математики.

Рисунок 2. Карта вторичного рынка сделок секьюритизации

Источник: расчеты автора



нет необходимости — для ипотечного сегмента широкому кругу лиц доступен сайт Калькулятор.дом.рф, который позволяет оценивать бумаги ИА ДОМ.РФ, а в сегменте неипотечной секьюритизации наилучшей практикой является публиковать собственные модели/графики амортизации. Наличие подобных данных позволяет сегодня оценить большую часть сделок секьюритизации и сравнить их доходность с корпоративными облигациями.

Выше представлена карта вторичного рынка наиболее ликвидных ипотечных и неипотечных сделок секьюритизации, на которую также нанесены корпоративные облигации наивысшего рейтинга. Мы видим, что бумаги ИА ДОМ.РФ торгуются на уровне корпоративных облигаций ААА, а вот неипотечные сделки — со значительной премией. Во многом это объясняется тем, что бумаги ИА ДОМ.РФ имеют поручительство Корпорации ДОМ.РФ, которая сама по себе является одной из крупнейших организаций ААА. В условиях, когда ипотечный сегмент не дает премии в доходности к корпоративному, но несет риски ликвидности и досрочной амортизации, его инвестиционная привлекательность снижается.

В то же время неипотечные сделки секьюритизации с рейтингом ААА торгуются с заметной премией к корпоративным облигациям, и премия эта значительно разнится. Очевидно, что подобные сделки можно сравнивать между собой по доходности и уровню ликвидности, другой немаловажный фактор — меры кредитного усиления. Наиболее часто используемыми мерами являются переобеспечение, форми-

Таблица 1. Сравнительная таблица некоторых сделок неипотечной секьюритизации
Источник: расчеты автора по данным оригинаторов

Выпуск	ISIN	YTM, %	Дюрация, лет	Цена, %	Спред, б. п.	Рейтинг	Оригинатор	Избыточный спред, %	Переобеспечение с учетом РФ, %
Совком Секьюр, класс А	RU000A10AST0	18.2	0.9	105.6	508	AAA	Совкомбанк	7.8	151
ВТБ РКС Эталон, 06	RU000A10CW87	17.5	1.0	101.8	443	AAA	ВТБ	10.1	169
СБ Секьюритизация 3, А1	RU000A10DD30	16.6	0.7	100.8	313	AAA	Сбербанк	16	140
СБ Секьюритизация 2, А	RU000A10BQR6	16.7	0.6	103.1	338	AAA	Сбербанк	13.3	158
ТБ-4, А1	RU000A10CFK2	17.6	0.8	99.8	415	AAA	Т-Банк	18.6	137
ТБ-5, А	RU000A10DBM5	16.9	1.9	103.1	276	AAA	Т-Банк	16.2	150

руемое за счет транширования[1], формирование резервного фонда, а также избыточный спред между доходностью портфеля и доходностью старшего транша. Все эти параметры должны быть отражены в отчете расчетного агента, который является ключевым источником информации для инвестора. На основании отчетов РА я составил сравнительную таблицу, позволяющую оценить кредитное качество обеспечения наиболее интересных сделок.

[1] То есть разделения всей структуры сделки на несколько траншей, которые имеют разную очередность платежей. В 2025–2026 гг. чаще всего использовались двутраншевые структуры, где младший транш субординирован старшему и удерживается оригинатором (организацией, выдававшей секьюритизируемые кредиты).