Алексей КАЛУГИН,
директор методологического отдела, «Эксперт РА»

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

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

Подходы к оценке больших кредитных портфелей в сделках секьюритизации

По итогам семи месяцев 2026 года объем выпусков многотраншевой секьюритизации приблизился к 1 трлн рублей, а по итогам всего 2026 года, вероятно, превысит 1.5 трлн рублей. Новым фактором роста стала секьюритизация крупных кредитных пулов, насчитывающих более 100 тыс. кредитов: на такие сделки с начала 2025 года пришлось более 65 % общего объема проведенных сделок[1]. В статье рассмотрим основные факторы риска, связанные с возможными модельными ошибками при оценке сделок секьюритизации крупных пулов, а также способы их минимизации.

СТРЕМИТЕЛЬНЫЙ РОСТ РЫНКА МНОГОТРАНШЕВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В 2025–2026 ГОДАХ

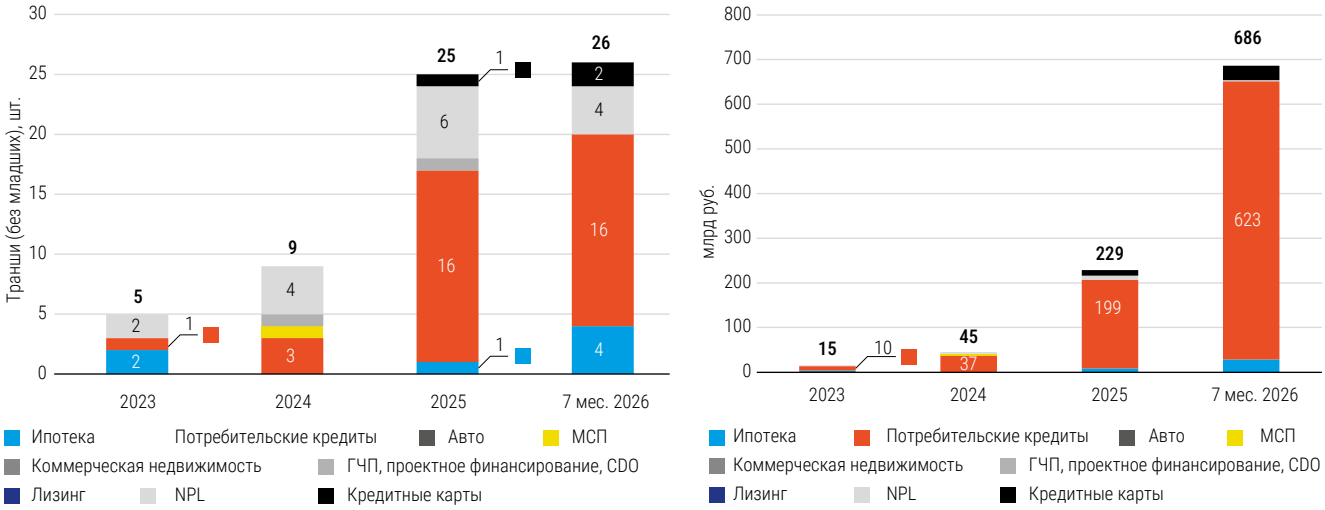
По анонсированным выпускам (без младших траншей) объем рынка многотраншевой секьюритизации без учета ИЦБ ДОМ.РФ за семь месяцев 2026 года составил 686 млрд рублей против 229 млрд рублей за весь 2025 год. Количество выпусков (без учета младших траншей и сделок ИЦБ ДОМ.РФ) составило 26, что сопоставимо с уровнем прошлого года. Взрывной рост был прежде всего

[1] В показателях за семь месяцев 2026 года учтены два выпуска СФО «Оптимум Финанс» и один выпуск СФО «ПБ Сервис Финанс» по непогашенной номинальной стоимости на момент присвоения кредитного рейтинга «Эксперт РА», в качестве базовых активов по которым выступают потребительские кредиты.

Рисунок 1

Побит многолетний рекорд по объему и количеству выпусков многотраншевой секьюритизации

Источник: расчет «Эксперт РА» по данным Cbonds



обеспечен выходом на рынок облигаций СФО «Оптимум Финанс» и СФО «ПБ Сервис Финанс» совокупным объемом 452 млрд рублей по состоянию на дату присвоения рейтинга агентством «Эксперт РА», при этом первичное размещение этих выпусков состоялось в 2023–2024 годах. Однако даже без учета указанных сделок объем новых размещений за семь месяцев 2026 года превысил рекордный результат 2025 года.

В настоящее время рынок формируют семь оригинаторов: Банк ВТБ (ПАО), ПАО Сбербанк, АО «ТБанк», АО «Альфа-Банк», АО «Яндекс Банк», ПАО «Совкомбанк» и Банк ГПБ (АО). На долю трех крупнейших оригинаторов (Банк ВТБ (ПАО), ПАО Сбербанк и АО «ТБанк») приходится 86 % всех выпусков в обращении по состоянию на конец июля 2026 года (без учета младших траншей и сделок ИЦБ ДОМ.РФ).

Ключевым секьюритизируемым активом остаются потребительские кредиты: в обращении по состоянию на конец июля 2026 года находится 698 млрд рублей, или 85 % всех выпусков (без учета младших траншей и сделок ИЦБ ДОМ.РФ), обеспеченных такими кредитами. В среднесрочной перспективе основным драйвером рынка останется секьюритизация беззалоговых розничных активов. Это обусловлено несколькими факторами. Во-первых, такие активы оказывают значительную нагрузку на капитал банков, а высокий уровень процентных ставок по беззалоговым кредитам позволяет обеспечивать рыночную доходность облигаций, обеспеченных данными активами. Во-вторых, на балансах банков уже накоплены значительные объемы однородных высококачественных кредитных портфелей. В-третьих, секьюритизация беззалоговых кредитов операционно проще: в отличие от залоговых кредитов здесь не требуются перерегистрация залога, страхование и обращение взыскания на заложенное имущество в случае дефолта заемщика.

Потребительские кредиты также отличаются относительной устойчивостью и более высокой модельной предсказуемостью. Залоговые кредиты, например ипотека или автокредиты с более низкими ставками, могут демонстрировать разную скорость досрочного погашения в зависимости от фазы макроэкономического цикла и при значительных колебаниях ключевой ставки. Кроме того, мотивация заемщиков к обслуживанию залогового кредита может меняться при изменении стоимости обеспечения. Так, во время ипотечного кризиса в США снижение стоимости недвижимости сделало дальнейшее обслуживание ипотечных кредитов невыгодным для многих заемщиков. Тем не менее высокая гранулярность крупных пулов потребительских кредитов требует взвешенного и математически обоснованного подхода к их оценке, позволяющего корректно учитывать возможное увеличение рисков выпуска на поздних стадиях его обращения.

ПРОБЛЕМАТИКА МОДЕЛИРОВАНИЯ «БОЛЬШИХ» КРЕДИТНЫХ ПУЛОВ

Для оценки кредитного риска транзакций секьюритизации агентство «Эксперт РА» традиционно использует метод Монте-Карло. Каждый отдельный заемщик моделируется как случайная величина, которая может перейти в состояние дефолта, а затем полученные результаты агрегируются на уровне всего портфеля. Такой подход позволяет учитывать неоднородность активов, различия в вероятностях дефолта,

Ключевым секьюритизируемым активом остаются потребительские кредиты: в обращении по состоянию на конец июля 2026 года находится 698 млрд рублей

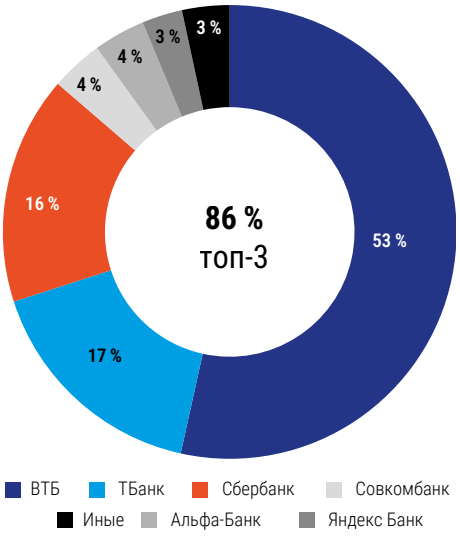


Рисунок 2
Доля топ-3 оригинаторов на рынке многотраншевой секьюритизации составляет 86 % (по состоянию на 31.07.2026)

Источник: расчет «Эксперт РА» по данным Cbonds

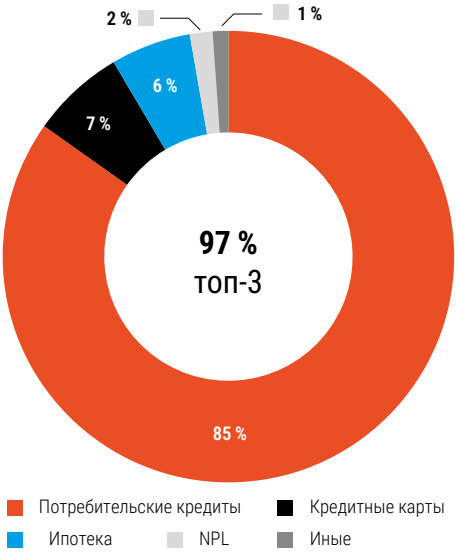


Рисунок 3
Потребительские кредиты продолжают лидировать в структуре обеспечения выпусков в обращении (по состоянию на 31.07.2026)

Источник: расчет «Эксперт РА» по данным Cbonds

размерах экспозиции, уровнях восстановления и корреляциях между заемщиками. Однако вычислительная сложность метода существенно (особенно при наличии корреляции в портфеле) возрастает при росте количества активов в портфеле. Для крупных пулов расчет распределения потерь становится крайне затратным с точки зрения времени и вычислительных ресурсов. Стоит отметить, что для портфелей из полумиллиона и более обязательств точный расчет распределения дефолтов и потерь может стать практически неприменимым из-за высокой вычислительной нагрузки. Особенно важной является проблема оценки ожидаемых потерь для многотраншевой секьюритизации, где требуется не только точно оценить ожидаемый уровень потерь портфеля, но и получить безошибочное распределение потерь «в хвосте» (tail risk), поскольку именно экстремальные сценарии определяют кредитное качество старших и младших траншей.

КЛАССИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ ВАСИЧЕКА: НАЗНАЧЕНИЕ И ОГРАНИЧЕНИЯ

Классическая модель Васичека[1] была разработана для решения проблемы оценки риска кредитных портфелей при наличии большого количества однородных долговых обязательств. Основное преимущество модели Васичека в ее простоте: модель получается из модели Мёртона[2] при помощи центральной предельной теоремы. Для бесконечно большого однородного портфеля модель позволяет получить аналитическое распределение уровня дефолтов. Именно эта идея легла в основу аппроксимации при помощи распределения LHP (Large Homogeneous Portfolio), которое широко используется в банковском регулировании, включая подходы Базельского комитета по банковскому надзору для расчета регуляторного капитала под кредитный риск[3]. Несмотря на математическую элегантность, классическая модель Васичека основана на следующих предположениях:

- все активы в портфеле имеют одинаковую вероятность дефолта;
- активы имеют одинаковую корреляцию между собой;
- портфель состоит из бесконечного числа активов.

LHP-приближение надежно работает для относительно однородных и гранулированных портфелей[4], однако реальные портфели часто отклоняются от предположений бесконечной однородности и требуют дополнительных методов корректировки. Таким образом, использование одного LHP-распределения для всего пула не соответствует лучшим международным практикам и может привести к искажению «хвостового» распределения ожидаемых потерь, что особенно критично при структурировании траншей[5].

МЕТОД ПОРТФЕЛЬНОГО СЖАТИЯ: РАЗВИТИЕ ИДЕИ ВАСИЧЕКА ДЛЯ НЕОДНОРОДНЫХ АКТИВОВ

Для решения проблемы моделирования потерь для «супергранулированных» пулов методологическим отделом

[1] Vasicek O. The Distribution of Loan Portfolio Value // Risk. —2002. — № 15 (12). — P. 160–162.

[2] Merton, Robert C. (1974). On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates // Journal of Finance. — 1974. — № 29 (2). — P. 449–470.

[3] Basel Committee on Banking Supervision. An Explanatory Note on the Basel II IRB Risk Weight Functions, 2005.

[4] Лучше, чем, например, логнормальное распределение. Moody's investors service. Data report. Structured Finance Securitizations: Calibrating a Lognormal Distribution, 2023.

[5] Moody's ratings. Technical White Paper: Computing the loss distribution for a portfolio of correlated assets, 2024.

агентства «Эксперт РА» была разработана модель, основанная на LHP Васичека, позволяющая снять ограничение однородности портфеля. Данный подход основан на передовых международных практиках оценки кредитного риска гранулированных пулов.

Вместо того чтобы моделировать каждый кредит отдельно, активы из первоначального портфеля группируются в кластеры с похожими характеристиками риска. Критерии кластеризации зависят от типа базового актива и могут включать вероятность дефолта, процентную ставку, выдержку и т. д. Активы с большим индивидуальным весом в портфеле не объединяются, поскольку их влияние на распределение потерь существенно. Для моделирования дефолтов «внутри» компрессированного кластера используется LHP-распределение с параметрами, откалиброванными так, чтобы совпадали первые моменты между LHP и исходным распределением кластера. Важным отличием от простой агрегации является сохранение корреляционной структуры между группами активов: если между активами в кластере была корреляция, она естественным образом калибруется до корреляции между LHP-распределениями. Алгоритм кластеризации и компрессии является робастным, то есть он применим к широкому спектру базовых активов: необеспеченных потребительских кредитов, автокредитов, кредитов субъектов малого и среднего предпринимательства, а также для NPL-портфелей[1].

Главное преимущество метода — в снижении вычислительной нагрузки при сохранении точности результата. Например, портфель примерно из 220 тыс. кредитов заменяется на компрессированный портфель из 25 тыс. кластеров, что дает увеличение скорости примерно в 25–30 раз. Это позволяет быстрее проводить моделирование, выполнять анализ чувствительности параметров, оценивать большое количество инструментов секьюритизации.

Стремительное развитие рынка секьюритизации в Российской Федерации сопровождается появлением новых структур, расширением классов базовых активов и повышением требований к качеству оценки кредитного риска. В ответ на эти изменения «Эксперт РА» продолжает совершенствовать методологические подходы и количественные модели, обеспечивая их актуальность, прозрачность и соответствие специфике российского рынка при одновременной ориентации на лучшие международные практики.

[1] Для описания компрессированного NPL-кластера обычно используется случайная величина из того же семейства, что и для элементов кластера.

Таблица 1

Результаты сравнения метрик для распределений потерь старшего транша*, полученные стандартной моделью «Эксперт РА» и моделью «Эксперт РА» для компрессированного портфеля, подтверждают высокую точность новой модели

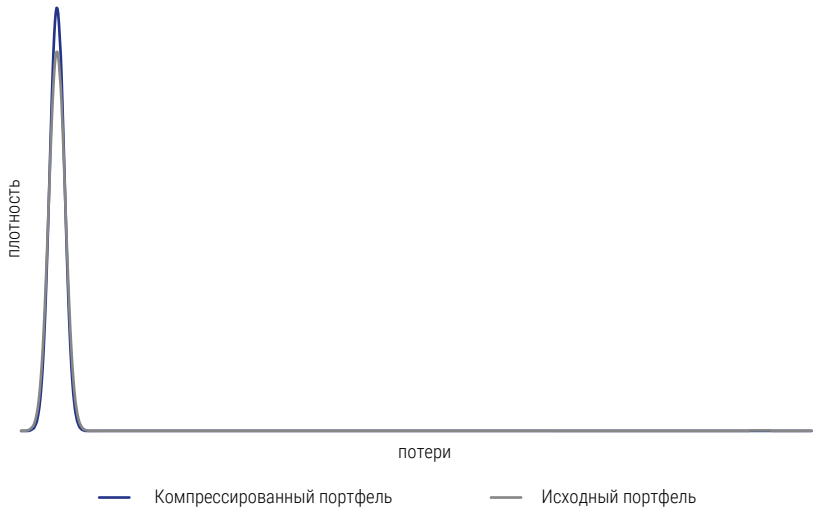
Источник: «Эксперт РА»

Метрика**	Значение
Полное вариационное расстояние	0.005694
Расстояние Хеллингера	0.005347
Дивергенция Йенсена — Шеннона	0.003706
Евклидово расстояние	0.05565
Расстояние Колмогорова— Смирнова	0.001667
Value at Risk (99.9 %)	3.37 %
Expected Shortfall (99.9 %)	1.72 %

* В качестве примера была выбрана синтетическая транзакция (старший транш), обеспеченная портфелем из 40 тысяч необеспеченных потребительских кредитов, без револьверного периода.

** Для метрик Value at Risk и Expected Shortfall (для соответствующего уровня доверия) в таблице приведены процентные ошибки относительно метрик исходного портфеля, то есть абсолютная разность метрик исходного и компрессированного портфеля, деленная на метрику исходного портфеля.

Рисунок 4

Плотности (сглаженные) распределений потерь для старшего транша, полученные стандартной моделью «Эксперт РА» и моделью «Эксперт РА» для компрессированного портфеля

Источник: «Эксперт РА»