

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2026

Стратегический спонсор:



Официальные партнеры:



Альфа Банк

Партнер рубрики:



Партнер:



Продолжение жесткой денежно-кредитной политики (ДКП) при сохранении повышенного уровня неопределенности напрямую отразилось на развитии банковской системы в 2025 г., которая при этом сохранила достаточно высокую устойчивость. Прибыль российских банков составила 3.5 трлн руб., что лишь на 7.9 % ниже рекордного результата 2024 г., и соответствовала прогнозу Банка России. Постепенное смягчение ДКП началось со второй половины года, но она оставалась жесткой, что непосредственно отразилось на динамике кредитования, которое заметно просело. В меньшей степени это коснулось корпоративного кредитования, портфель которого увеличился на 11.8 %, что ниже темпов предыдущего года в 18.1 %, но ближе к верхней границе среднесрочного прогноза Банка России в 10–13 %.

Более заметным стал спад в розничном кредитовании. Хотя ипотечный портфель вырос за год на 9 %, выдача упала на те же 9 %. Снижение могло бы быть гораздо сильнее, если бы не ажиотажный спрос на льготные кредиты в декабре. Именно ипотека с госсубсидированием стала основным фактором поддержания рынка. Серьезное падение наблюдалось в потребительском кредитовании, где портфель уменьшился на 4.6 % после роста на 11.3 % годом ранее, темпы прироста автокредитования снизились в 3 раза.

А вот динамика секьюритизации кредитов физическим лицам была прямо противоположной. Год стал абсолютно рекордным по объему выпуска ценных бумаг, обеспеченных различными классами розничных кредитов.

В наиболее емком и развитом сегменте секьюритизации — рынке ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) — объем выпуска составил 680 млрд руб., что больше, чем в прежде рекордном 2023 г., когда и выдача ипотеки показала максимум. Отметим, что число банков-оригинаторов остается очень ограниченным — в течение года их было всего шесть. Поэтому выход на рынок Альфа-Банка с первыми сделками ипотечной секьюритизации заслуживает внимания. Впечатляющий результат показал Сбер, который обеспечил 67 % общего выпуска ИЦБ прошлого года. Из всего объема эмиссии ипотечных облигаций 98.5 % пришлось на ИЦБ по программе ДОМ.РФ, при этом бумаги были полностью выкуплены банками-оригинаторами себе на баланс. Единственной сделкой, ориентированной на рыночную продажу, стал рейтингованный выпуск Т-Банка, обеспеченный нецелевыми кредитами под залог жилья.

Реальный прорыв в 2025 г. произошел в секьюритизации потребительских кредитов.

За год было реализовано 12 сделок, а общий объем эмиссии облигаций составил 174.6 млрд руб., что почти в 4 раза больше, чем в 2024 г. ВТБ, который в 2021 г. закрыл первую сделку по рос-



Андрей СУЧКОВ,
заместитель
руководителя
Департамента
инвестиционных
продуктов —
начальник Управления
секьюритизации —
старший вице-президент
Банка ВТБ (ПАО)

сийскому законодательству и несколько лет оставался единственным банком, который занимался секьюритизацией потребкредитов, в прошлом году реализовал 3 выпуска облигаций в объеме 92.5 млрд руб.

В 2025 г. Т-Банк организовал 2 сделки секьюритизации кредитных карт, которые близки к секьюритизации потребов, но существенно отличаются характером денежного потока. Их суммарный объем к размещению составил 36 млрд руб.

Все перечисленные выпуски, обеспеченные потребкредитами и кредитными картами, имели наивысший рейтинг, привлекательную доходность и были успешно размещены среди инвесторов — как юридических, так и физических лиц.

Столь заметный рост активности в значительной степени связан с тем, что секьюритизация стала активно использоваться как инструмент решения задач, стоящих перед российскими банками, среди которых следует выделить проблему ужесточения регуляторных требований, включая макропруденциальные ограничения, которые напрямую отражались на уровне нагрузки на капитал банков. Необходимость снижения этой нагрузки — не единственный, но во многих случаях основной фактор при принятии банками решения о реализации сделок секьюритизации. И в первую очередь это относится к необеспеченному кредитованию, которое в силу высокого уровня риска особенно обременительно для капитала.

И если в ипотечной секьюритизации простая замена кредитов на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ на балансе банка-ори-

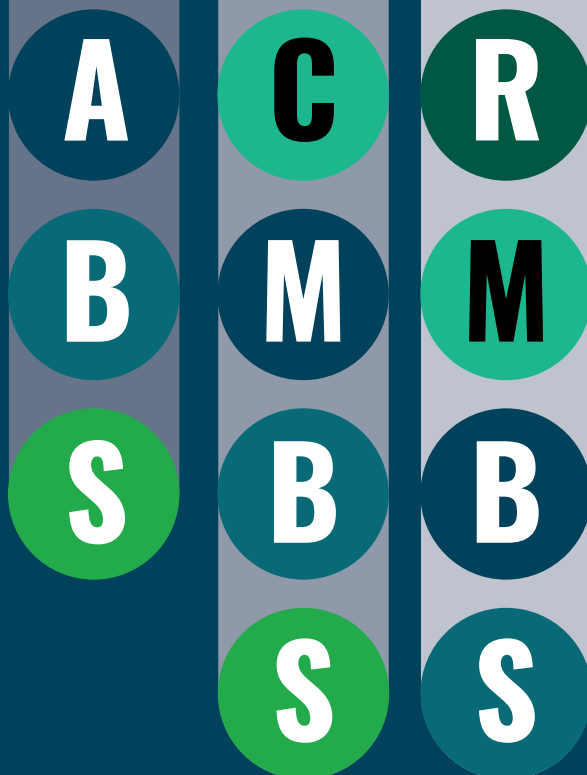
гинатора дает определенные регуляторные выгоды, то для получения этих преимуществ от сделок секьюритизации необеспеченных кредитов их надо продавать в рынок. И этот рынок сегодня активно формируется, с учетом того что доходность и надежность этих бумаг стимулируют спрос со стороны инвесторов.

Уже в начале 2026 г. сделки секьюритизации успешно закрыли Яндекс Банк и Альфа-Банк, а ВТБ продал инвесторам облигации, обеспеченные потребами на рекордную сумму в 304.6 млрд руб.

В текущем году Банк России продолжил снижение ключевой ставки, ее дальнейшая динамика будет зависеть от устойчивости замедления инфляции. И хотя большинство экспертов осторожны в своих прогнозах, все ожидают постепенного снижения ставок кредитования и возобновления его роста, обсуждая, насколько должна упасть ключевая ставка, чтобы он стал реально значимым.

Позитивные тенденции мы уже наблюдаем в динамике рыночного ипотечного, потребительского, других видов кредитования и рассчитываем на ускорение роста. Это дает нам основания полагать, что секьюритизация различных классов активов будет развиваться. Мы ожидаем рост выпуска облигаций, обеспеченных потребкредитами, возобновление рыночных размещений ИЦБ, организацию сделок с другими классами активов.

Своим опытом и оценкой перспектив отрасли ведущие эксперты рынка поделятся в настоящем выпуске Энциклопедии, что, мы надеемся, даст толчок к расширению круга ее участников.



2026



Москва
29 октября 2026 г. **Cbonds**
congress

Ипотечные
ценные бумаги
и секьюритизация
в России

XV
конференция



Альберт ИППОЛИТОВ,
генеральный директор,
ООО «РУСИПОТЕКА»



Константин ВАСИЛЬЕВ,
партнер,
генеральный директор
АО «Сбондс.ру», к. э. н.



Анна ДОРОНИНА,
редактор Энциклопедии,
руководитель отдела
редакции, АО «Сбондс.ру»

Дорогие друзья!

Мы продолжаем выпуск ежегодного сборника «Энциклопедия российской секьюритизации» и с удовольствием представляем вашему вниманию его новый, пятнадцатый выпуск.

2025 г. стал для российского финансового рынка периодом адаптации и роста: участники рынка демонстрировали устойчивость к внешним вызовам, сохранялась активность эмитентов и инвесторов, продолжилось развитие инструментов заимствования, а цифровые решения все глубже интегрировались в финансовую инфраструктуру.

На рынке секьюритизации ключевую роль по-прежнему играли ипотечные активы, однако заметно усилился интерес и к другим классам базовых активов. Объемы размещений оставались на высоком уровне, а структура сделок становилась более разнообразной.

В материалах выпуска эксперты подробно анализируют основные тенденции рынка, разбирают наиболее значимые сделки прошедшего года, оценивают перспективы регулирования и инвестиционного спроса, а также рассматривают влияние различных факторов на дальнейшее развитие секьюритизации в 2026 г.

Мы надеемся, что представленные в сборнике материалы будут полезны в вашей профессиональной деятельности. Благодарим за интерес к Энциклопедии и будем рады видеть вас среди авторов и читателей следующих выпусков!

Коллектив редакции

ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 10** Секьюритизация глазами организаторов: итоги года и перспективы российского рынка
Круглый стол организаторов сделок
- 22** Анализ стоимости привлечения капитала посредством сделок секьюритизации
Иван КОНДАКОВ, Альфа-Банк
- 28** Как пересложится макроэкономический пазл до конца 2026 г.?
Артём ЗАИГРИН,
Армен АВАКЯН,
Юлия МАТВЕЕВСКАЯ,
ПАО Сбербанк

МИРОВОЙ РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 32** Секьюритизация на мировых рынках: тенденции 2025 г.
Максим ЗЕНКОВ, начальник отдела рынка Индии, Cbonds
- 38** Рынок секьюритизаций КНР: итоги 2025 г. и ожидания
Михаил СОРОКИН, Cbonds

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕКИ

- 42** Новый рекорд установлен, но вопросы остаются
Андрей СУЧКОВ, Банк ВТБ (ПАО)
- 48** Своп как способ фиксации купона по ИЦБ: опыт ДОМ.РФ и регуляторные вызовы
Павел ДОВБНЯ, ПАО «ДОМ.РФ»;
Никита ХАНИЛО, АО «Банк ДОМ.РФ»
- 55** Роль секьюритизации в финансировании ипотеки для банков в условиях ограничений
Дискуссия экспертов на XII Российском ипотечном конгрессе

РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ

- 62** «СФО Совком Взыскание»: первая публичная NPL-секьюритизация в России
Ксения ПОЛЯКОВА,
ПАО «Совкомбанк»
- 66** Финансовое моделирование сделок секьюритизации. Модели, которые продают
Маргарита БЕЛЬЯНСКАЯ,
Дарья АСТАХОВА, Банк ВТБ (ПАО)

72 Тенденции неипотечной секьюритизации в 2025 г. и перспективы 2026 г.
Владимир ЛИМАН, Сбербанк

78 Секьюритизация как инструмент отраслевой и промышленной политики
Олег ИВАНОВ, Ассоциация банков России

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

84 Инфраструктура рынка секьюритизации: вызовы, решения и перспективы
Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

92 Структурные облигации СФО и СОПФ — мощный инструмент финансовой инженерии
Александр РАЗУМНЫЙ, АО «СОЛИД Менеджмент»

96 Новации на рынке многотраншевой секьюритизации
Павел КАШИЦЫН, Максим БУЛГАКОВ, «Эксперт РА»

100 «Государственная секьюритизация», или Финансовый механизм отмены крепостного права
Карина УТЕШЕВА, Экосистема LECAP

CASE STUDY

Партнер рубрики:



106 Т-Банк: первая секьюритизация кредитных карт
Мария ТИМОФЕЕВА, Т-Банк;
Сергей САМОХВАЛОВ, юридическая фирма «Меллинг, Войтишкин и партнеры»

110 Обзор инвестиционной привлекательности актуальных сделок секьюритизации
Арсений АВТУХОВ, ПАО «Совкомбанк»

114 Секьюритизация проектного финансирования с использованием ЗПИФ
Эльдар АСАДУЛЛАЕВ, АО «Банк ДОМ.РФ»

ABS STYLE

118 Секьюритизация-2025: рынок штучных специалистов
Анастасия ГЛЕБОВА, Рекрутмент бутик «СМАРТ»

122 Лица секьюритизации

131 Приложение 1. Участники рынка

141 Приложение 2. Статистика рынка

179 Приложение 3. Рэнкинги организаторов сделок

185 Приложение 4. Конференции по долговому рынку и секьюритизации в 2026 году

Market & Reference Data

в структурированном ВИДЕ

**Cbonds
API**

90%

топ-30
банков РФ —
наши клиенты

Историческая
глубина

более 40 лет

**Готовые
коробочные
решения**

от партнеров-
разработчиков

Наши партнеры:
**НРА, ЦБ, MOEX,
Deutsche Börse,
LSE, SIX Group**

Многоуровневая
**верификация
данных**

Глобальное
покрытие:
вся информация

**по облигациям,
акциям, ПИФам,
ETF, дериватам
и эмитентам**

Наши данные используются:

- при расчете и оценке рисков
- для учета финансовых инструментов
- в оценке портфеля ценных бумаг
- при сборе и анализе больших массивов данных

**Подключение
в течение
одного дня!**

API

Форматы

SOAP

WSDL

+

JSON

**Файловые
выгрузки**

CSV

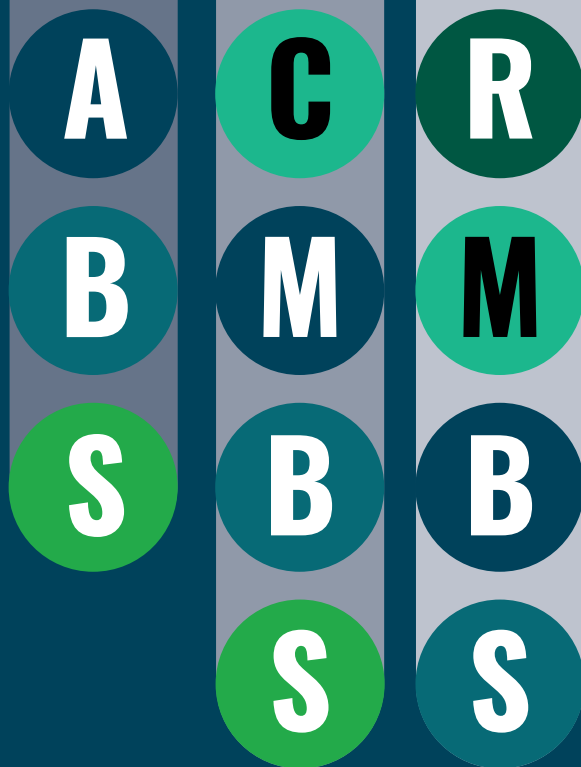
XLS

XML

JSON

Реклама. АО «Сбондс.ру».
Подробнее на сайте: <https://cbonds.ru>

database@cbonds.info | +7 (812) 336-97-21, доб. 174



Тенденции рынка секьюритизации

Секьюритизация глазами организаторов: итоги года и перспективы российского рынка

Круглый стол организаторов сделок

В рамках круглого стола организаторы сделок секьюритизации — представители крупнейших банков и институтов развития — обсудили ключевые итоги 2025 г., трансформацию структуры рынка и факторы, определяющие его дальнейшее развитие. Участники рассмотрели, какие сегменты активов стали драйверами роста, как изменился спрос со стороны инвесторов и какие вызовы — от высокой процентной ставки до регуляторных ограничений — повлияли на экономику сделок. Особое внимание было уделено роли организатора в новых условиях, эволюции структур сделок и развитию неипотечной секьюритизации. В ходе дискуссии эксперты также обозначили ключевые перспективы и риски 2026 г., оценили потенциал появления новых классов активов и барьеры для выхода на рынок новых участников.

Каким 2025 г. стал для рынка российской секьюритизации?

Какие сегменты активов были наиболее востребованы в 2025 г.?

С какими ключевыми вызовами столкнулся рынок?



Елена Музыкаина, директор подразделения «Секьюритизация», АО «ДОМ.РФ»: ипотечный сегмент остается крупнейшим на российском рынке секьюритизации. На конец 2025-го объем облигаций с ипотечным покрытием в обращении достиг 2.1 трлн руб., доля секьюритизированных ипотечных кредитов в совокупном ипотечном портфеле превысила 8.5%.

ДОМ.РФ продолжает выполнять роль системообразующего участника данного сегмента и совершенствует свою платформу, предназначенную для трансформации высококачественного, но крайне неликвидного актива — пулов ипотечных кредитов в облигации с ипотечным покрытием и поручительством ДОМ.РФ.

Один из ключевых вызовов в условиях высоких рыночных ставок — уровень доходности, требуемый инвесторами, который не может обеспечить купон по ипотечным ценным бумагам в силу невысокой

маржинальности секьюритизируемых ипотечных кредитов и накопленных объемов ипотечных портфелей, выданных по ставкам ниже текущих рыночных. В результате возможности размещения ИЦБ в рынок пока сильно ограничены.

Виталий Петров, руководитель дирекции рыночных сделок и развития бизнеса, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО): 2025 г. стал для российского рынка секьюритизации рекордным. Общий объем сделок составил 890.6 млрд руб., основными активами были ипотечные кредиты, потребительские кредиты и кредитные карты. Необходимо отметить, что выпуски в рамках секьюритизации неипотечных активов стали более востребованы как банковским сектором, у которого появились новые возможности привлечения ликвидности и разгрузки капитала, так и инвесторами, которых привлекают высокий уровень доходности облигаций и качество залогового обеспечения. С начала 2025 г. мы видим значительное увеличение объемов секьюритизации потребительских кредитов, на рынке появился целый ряд новых игроков. Общий объем рыночных сделок секьюритизации потребкредитов в 2025 г. составил 174.6 млрд руб., из которых на долю Банка ВТБ пришлось 53% всех выпусков. Практика 2025 г. показала, что бумаги, обеспеченные потребкредитами, имеют отличные перспективы. Мы ожидаем, что в 2026 г. тенденция секьюритизации неипотечных активов сохранится. В портфеле банков накопилось большое количество кредитов с высокими коэффициентами риска, что сдерживает дальнейшее развитие их розничного бизнеса, инвесторам же важно диверсифицировать свои вложения за счет надежного инструмента с хорошей доходностью, которая, как правило, превышает ставки по депозитам. Наметившийся тренд на снижение ключевой ставки откроет перспективы и для рыночных размещений ИЦБ среди широкого круга инвесторов.

Юлия Лапшина, руководитель дирекции сложного кредитования и структурного финансирования, Альфа-Банк: ключевыми активами для секьюритизации в 2025 г. были ипотечные кредиты

(выпуски с поручительством ДОМ.РФ) и потребительские кредиты. Основной вызов 2025-го для ипотечной секьюритизации — это изменение регулирования в части признания бумаг ВЛА, что потребовало от банков значительных усилий по переструктурированию сделок. А для секьюритизации потребительских кредитов, по моему мнению, 2025 г. — знаковый. Рынок наконец осознал мощность данных сделок с точки зрения управления капиталом и ликвидностью банков: количество оригинаторов и выпусков увеличилось кратно по сравнению с предыдущими годами; розничная база инвесторов пошла существенно расти, так как инвесторы почувствовали интерес к инвестициям ввиду наличия дополнительной премии при низком риске; регулятор целенаправленно продолжает развивать данный эффективный инструмент.



Тхао Ми Чан, руководитель направления, Управление секьюритизации и инвестиционных решений, ПАО «Совкомбанк»: 2025 г. стал очередным годом ускоренного роста рынка секьюритизации.

Совокупный объем размещений по всем траншам вырос на 40% по сравнению с 2024 г. и приблизился к 1 трлн руб. Структура по-прежнему определяется доминированием ипотечного сегмента: доля ИЦБ ДОМ.РФ составила 71%, однако потребительские кредиты существенно нарастили долю — 23%, что отражает потребность банков в разгрузке баланса на фоне ужесточения регулирования. Оставшиеся 6% пришлось на кредиты под залог недвижимости, просроченную задолженность, кредитные карты и прочие денежные требования.

Ключевые вызовы 2025 г. — высокая ключевая ставка, сужающая окно целесообразности долгосрочных сделок; введение тестирования при приобретении облигаций неквалифицированными инвесторами — физическими лицами и необходимость поиска новой инвесторской базы; недостаточная проработка структуры ряда сделок организаторами без долж-

ного опыта, способная снизить доверие к инструменту в целом; неоднозначная правоприменительная практика — ряд судебных решений поставил вопросы о концепции true sale при некорректном структурировании сделок.

Владимир Лиман, руководитель трейдинга департамента глобальных рынков, Сбербанк: минувший год, несомненно, стал знаковым для рынка. Главное событие — кратно вырос сегмент ипотечной секьюритизации, на него вышли новые оригинаторы, а сделки стали сложнее и разнообразнее. Облигации секьюритизации начали превращаться из нишевых инструментов в активы, пользующиеся популярностью среди как розничных, так и институциональных инвесторов. Главными вызовами для рынка в 2025 г. стали необходимость донастройки его регулирования (в частности, в вопросе снятия ограничений

на покупку облигаций секьюритизации страховыми и пенсионными фондами, государственными корпорациями), а также популяризация таких сделок — потребность в честном и понятном рассказе широкому кругу инвесторов о принципах работы, преимуществах и рисках.

Виктор Киселев, руководитель управления структурированных продуктов и секьюритизации, АО «ТБанк»: в 2025 г. объем сделок ипотечной секьюритизации вырос более чем в 5 раз, за год было реализовано сделок с активами более чем на 250 млрд руб. И хотя объем ипотечной секьюритизации составил примерно 680 млрд руб. и поставил очередной рекорд по объему, все-таки основной тренд — резкий рост интереса и объемов ипотечных сделок, расширение круга оригинаторов, использование различных классов базовых активов, рост числа и интереса инвесторов.

*Изменились ли объем и структура сделок по сравнению с 2024 г.?
Как трансформировался спрос со стороны инвесторов?*



Юлия Лапшина: объемы сделок в части потребительской секьюритизации выросли кратно по сравнению с предыдущими годами, что в том числе связано с выходом на рынок новых оригинаторов.

С точки зрения базы инвесторов — видим значительный рост рыночного спроса в основном со стороны розничных инвесторов, которые начинают разбираться в сложном инструменте и понимать, что могут заработать дополнительную премию при низком риске. Институциональные инвесторы пока не могут материально инвестировать ввиду регуляторных ограничений, а иные институционалы пока изучают продукт. Крупные институциональные инвесторы на данном рынке сейчас — это те же банки-оригинаторы — они хорошо разбираются в продукте и готовы инвестировать в рыночные выпуски.

Виктор Киселев: если говорить о сегментах или классах активов, которые стали популярны в 2025 г., то в первую очередь нужно отметить потребительские необеспеченные кредиты. Больше всего оригинаторов выходило на рынок именно с данным видом активов, для кого-то это были повторные сделки, но были и дебютные. Кроме того, ряд банков начал работу над проектами в 2025 г. с целью провести размещение уже в новом, 2026-м. Безусловно, и количество банков-оригинаторов, и объем сделок с потребкредитами будут расти.

Т-Банк провел две сделки секьюритизации портфелей кредитных карт на общую сумму 45 млрд руб. Это первые сделки с кредитными картами, полностью реализованные по российскому праву и на российской инфраструктуре.

Наверняка в ближайшие годы секьюритизация кредитных карт будет еще одним важным сегментом на российском рынке.



Владимир Лиман: по нашим подсчетам, объем рыночных размещений облигаций секьюритизации в 2025 г. вырос более чем в 5 раз по сравнению с 2024 г. Помимо Сбербанка и ВТБ, которые уже были пред-

ставлены на этом рынке, originаторами выступили и другие крупные финансовые институты, так что можно сказать, что российская секьюритизация стала более разнообразной и конкурентной.

Для выпусков, организатором по которым выступил Сбербанк, структура спроса в 2025 г. осталась без изменений: преобладали розничные инвесторы, которые видят в облигациях секьюритизации возможность косвенно принять участие в успешном кредитном бизнесе Сбера. Институциональный спрос ограничивается спецификой регулирования рынка, а также текущими структурами сделок. Мы считаем, что популяризация выпусков с тремя и более траншами создаст почву для увеличения объема спроса от институциональных инвесторов.

Елена Музыкина: объем выпуска ИЦБ ДОМ.РФ за 2025 г. составил 670 млрд руб., это рекордный показатель. В 2025 г. существенно выросла доля секьюритизации кредитов с залогом прав по договорам долевого участия (ДДУ). 22 % объема выпусков ИЦБ ДОМ.РФ обеспечено такими кредитами (по сравнению с 3 % в 2024 г.).

Доля выпусков ИЦБ ДОМ.РФ в обращении, обеспеченных субсидируемой ипотекой, выросла за год почти в 2 раза: с 17 % на конец 2024 г. до 33 % на конец 2025 г. Доля таких кредитов в объеме выпусков ИЦБ ДОМ.РФ 2025 г. достигла максимального значения за всю историю — 66 % (30 % в 2024 г., 14 % — в 2023-м) на фоне преобладающей доли субсидируемых ипотечных кредитов в выдаче.

Банки остаются ключевыми инвесторами в ИЦБ ДОМ.РФ, что закономерно, так как ИЦБ — более привлекательный актив для банка по сравнению с уже выданными им ипотечными кредитами. Секьюритизация повышает устойчивость банковской системы, в том числе и в периоды, когда

размещение ИЦБ сторонним инвесторам экономически не выгодно. Банки снижают нагрузку на капитал за счет передачи кредитного риска по секьюритизированным ипотечным кредитам, повышают свою нормативную и фактическую ликвидность.

Тхао Ми Чан: рынок вырос как по объему, так и по количеству сделок. Количество неипотечных сделок вдвое превысило количество ипотечных. Доля ДОМ.РФ в новых размещениях снизилась с 95 % в 2024 г. до 71 % в 2025-м. Наиболее заметный сдвиг — рост участия физических лиц через брокерские приложения и ИИС: по ряду сделок их доля в книге заявок достигала 90 %. Привлекательность для розничного инвестора обусловлена высокой доходностью при наличии рейтинга и структурной защиты.

Интерес институциональных инвесторов — банков, УК, НПФ, страховых — по-прежнему сдерживается отсутствием механизмов РЕПО для неипотечной секьюритизации, повышенными коэффициентами риска при включении облигаций в торговые портфели, отсутствием отдельных лимитов для НПФ, а также занижением балансовой стоимости при приобретении облигаций страховыми компаниями — де-факто они учитываются как структурные облигации.



Виталий Петров: по сравнению с 2024 г. наблюдался стремительный рост неипотечной секьюритизации. Если раньше ее доля была не более 7 % рынка, то в 2025-м она составила 24 %; объем рыночных выпусков неипотечной секьюритизации достиг 210.6 млрд руб., увеличившись по сравнению с 2024 г. почти в 6 раз.

При реализации неипотечных выпусков используются различные структуры, в том числе многотраншевые, позволяющие распределять риски, повышая эффективность сделок. Структура ипотечных ценных бумаг в настоящее время остается преимущественно однотраншевой, на рынке доминируют облигации с поручительством ДОМ.РФ.

В последние годы облигации, обеспеченные потребительскими кредитами, пользуются спросом как у институциональных, так и у частных инвесторов. Основу спроса со стороны физических лиц составляют не только «состоятельные инвесторы», но и широкая розница ввиду низкого порога входа: 1 лот = 1 облигация номиналом 1000 руб. Бумаги имеют привлекательное соотношение риска и доходности на коротком горизонте инвестирования, размер обеспечения по ним значительно превышает объем эмиссии, и они, как правило, имеют наивысший рейтинг надежности по национальной

шкале — ruAAA.sf/AAA(ru.sf). Физические лица, например, рассматривают данные облигации в качестве альтернативы депозитам. Понимание структуры таких выпусков и доверие к ним растут. В открытом доступе есть модели, позволяющие инвесторам убедиться в качестве бумаг, оценить их динамику и потенциал, самостоятельно управляя своим инвестиционным портфелем. Сегодня облигации с залоговым обеспечением имеют устойчивый спрос со стороны различных групп инвесторов, и мы с уверенностью можем сказать о формировании вторичного рынка данного вида бумаг.

Какие факторы в 2025 г. в наибольшей степени влияли на экономику сделок? Насколько действующее регулирование способствовало или, наоборот, сдерживало развитие рынка?

Юлия Лапшина: с одной стороны, ввиду дефицита капитала многие банки-оригинаторы готовы платить дополнительную (некоторые значительную) премию к доходности при размещении выпусков потребительской секьюритизации. С другой — рост спроса на секьюритизацию потребительских кредитов приводит в ожидаемому снижению доходности данных выпусков, однако они все равно дают повышенный доход для инвестора. Что касается регулирования — основным сдерживающим фактором, по моему мнению, являются регуляторные ограничения, не позволяющие институционалам (в частности, пенсионным фондам) полноценно инвестировать в этот рынок. Как только эти ограничения будут сняты (ожидаем от Банка России в обозримом будущем), это станет мощнейшим толчком к развитию рынка и объемы размещений могут вырасти в десятки раз.



Наталья Аксёнова, управляющий директор дирекции рыночных сделок и развития бизнеса, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО): в 2025 г. высокие ставки по портфелю потребительских кредитов на фоне снижения ключевой ставки позволяли выпускать бумаги с ку-

поном, привлекательным для инвесторов, но значительно ниже средневзвешенной ставки по кредитам, входящим в залоговое обеспечение облигаций. Это положительно сказывалось на экономике сделки, так как процентные поступления позволяли, в частности, формировать резервный фонд из поступлений по портфелю, а не с помощью кредита от originатора перед началом размещения.

Но основным фактором, влияющим на экономику сделки, остается выбор модели участия: она может варьироваться от разового выпуска облигаций до выстраивания полноценной программы регулярных размещений под залог различных классов активов. При реализации сделки один из главных вопросов — это формирование в банке необходимой инфраструктуры, включая систему продажи портфеля, его сопровождения, отчетности, что требует немалых затрат, связанных в том числе с автоматизацией процессов и модернизацией ИТ-систем. Относить все эти затраты на одну, даже сравнительно большую, сделку может быть нерентабельно. Поэтому мы говорим о секьюритизации как стратегическом направлении бизнеса банка и необходимости запуска программы выпусков. В этом случае эффективность данного бизнеса существенным образом повышается.

Для соблюдения требований Банка России в условиях высоких ставок у банков появилась необходимость оптимизировать капитал. В связи с этим многие банки стали чаще использовать механизм секьюритизации активов как эффективный инструмент привлечения ликвидности и разгрузки нормативов. Ужесточение макропруденциальных требований стало стимулом для продажи розничных активов через механизм секьюритизации.



Виктор Киселев:

из вызовов стоит отметить регулирование и развитие инвесторской базы, но в целом эти две проблемы взаимосвязаны и идут рука об руку. Точечные изменения в регулировании,

за которые так долго радеют представители рынка, а именно: выравнивание требований в отношении залоговых облигаций с идентификаторов «sf» с отсылкой к структурному финансированию и обычных облигаций с тем же уровнем рейтинга, повышение ликвидности залоговых облигаций — позволили бы увеличить инвесторский интерес к секьюритизации.

Мы видим изменение отношения инвесторов к секьюритизации, в первую очередь рост доверия, более глубокое понимание инструмента и восприятие секьюритизации как надежного инструмента, причем как со стороны инвесторов — физических лиц, так и со стороны различных групп институциональных инвесторов. Мы впервые видели в качестве инвесторов в наши сделки страховые компании, а также наблюдали явный рост спроса со стороны управляющих компаний облигационных паевых фондов. Если бы не сложности с оценкой и учетом, диктуемые текущим регулированием, несомненно, спрос был бы выше.

Что касается структуры сделок, то банки-оригинаторы явно становятся более изобретательными, стараются подстроиться под индивидуальные запросы инвесторов и под тенденции рынка. Мы видели в 2025 г. первые сделки секьюритизации потребкредитов и кредитных карт с мезонинными тран-

шами, сделки с искусственно управляемой и предсказуемой амортизацией, револьверные сделки с ипотечными кредитами, транши с квазиплывающей ставкой. Все это демонстрирует гибкость секьюритизации как инструмента, а также таргетирование отдельных групп инвесторов за счет создания траншей с разными параметрами.

Мы ожидаем, что в 2026 г. инновации будут продолжаться, рынок достиг той стадии, когда рост объемов выпусков и количества оригинаторов будут конкурировать в борьбе за внимание инвесторов, и это хороший знак и для инвесторов, и для развития секьюритизации.

Тхао Ми Чан: экономику сделок определяли три ключевых фактора. Первый — влияние высокой ключевой ставки при ожидании ее снижения: оригинаторам нецелесообразно входить в длинные сделки с фиксированным купоном, а короткие структуры менее привлекательны, поскольку первоначальные расходы вносят существенный вклад в эффективную ставку на коротком горизонте.

Второй фактор — совокупные расходы на структурирование (юристы, рейтинг, создание и обслуживание СФО, листинг), которые остаются существенными для оригинаторов с относительно небольшими портфелями (менее 1 млрд руб.), что сдерживает приток новых участников.

Третий — регуляторная среда, которая в целом сдерживает рынок: асимметрия между ипотечной и неипотечной секьюритизацией, повышенные коэффициенты риска для банков при включении облигаций СФО в торговые портфели, отсутствие специальных лимитов на приобретение неипотечной секьюритизации для НПФ.

Владимир Лиман: мы выделяем две главные причины значительного роста рынка секьюритизации в 2025 г. — макроэкономику и регулирование.

Рост значений макропруденциальных надбавок по необеспеченным потребительским кредитам, усиливший давление на капитал банков, снизил порог экономической целесообразности сделок секьюритизации. Это привело к выходу

на рынок новых оригинаторов, а также кратному росту объемов неипотечных многотраншевых выпусков. Отдельно стоит отметить, что после выхода ДОМ.РФ на IPO, Правительство сохранило особый регуляторный режим для его ИЦБ, что создает условия для дальнейшего развития рынка ипотечной секьюритизации.

Наконец, снижение ставок в экономике позволило организаторам размещений предлагать по облигациям секьюрити-

зации более привлекательные купоны (за счет риска ускорения предоплат, который на себя берут держатели ценных бумаг). Это сделало такие инструменты особенно привлекательными для инвесторов, стремящихся зафиксировать высокую доходность в условиях смягчения денежно-кредитной политики Банка России, и способствовало формированию значительного спроса на них как во время размещения, так и на вторичном рынке.

Как изменилась роль организатора в условиях высокой ставки и ограниченной ликвидности?

Тхао Ми Чан: роль организатора эволюционировала от структурирования и размещения на комплексному сопровождению на всем жизненном цикле сделки. Конкурентное преимущество определяется способностью предложить «пакетное решение»: структурирование, стресс-тестирование портфеля, содействие в получении рейтинга, организацию IR-функций, ведение залоговых счетов, услуги расчетного и резервного сервисного агента, мониторинг триггеров и ковенантов после размещения. В условиях ограниченной ликвидности организаторы всё чаще обеспечивают маркетинг на вторичном рынке — критически важно для привлечения розничных инвесторов. Развивается работа с брокерскими платформами как важным каналом дистрибуции.

Вместе с тем 2025 г. показал и обратную сторону: недостаточная проработка структуры ряда сделок, подготовленных организаторами без должного опыта в секьюритизации, привела к проблемам на этапе обслуживания — от некорректно настроенных водопадов платежей до некорректного расчета механики наполнения резервных фондов. Подобные прецеденты способны снизить доверие инвесторов к инструменту в целом, что делает вопрос квалификации организатора не менее важным, чем качество базовых активов.

Важным трендом всего облигационного рынка прошлого года стал отказ организаторов участвовать в разме-

щениях собственной позицией в существенных объемах. Банки не могут наращивать инвестиции в облигации, так как экономят капитал, а по секьюритизации потребительских кредитов, как правило, применяются высокие коэффициенты риска.

Наталья Аксёнова: в любых условиях роль организатора остается неизменной. Привлечение опытного партнера позволяет минимизировать структурные и юридические риски, сократить сроки реализации сделки, повысить ее эффективность. Организатор с помощью моделирования различных сценариев может предложить наиболее оптимальную структуру выпуска. Кроме того, в основные задачи организатора входят подготовка условий выпусков, разработка стандартов и требований к пулу кредитов, консультирование по внесистемному сопровождению сделок и разработке отчетности, взаимодействие с участниками проекта, организация подготовки эмиссионной и договорной документации, а также аудита секьюритизируемого пула. Организатор не только структурирует сделку, но и выполняет функции координатора, контролируя и направляя действия всех ее участников.

Владимир Лиман: от организатора, как и ранее, оригинаторы ожидают реалистичных оценок возможности реализации сделки на всем ее цикле — от структурирования до работы по ее закрытию, а впоследствии — и до разме-

щения. Организатор должен не только оценить портфель активов, но и разработать финансовую модель сделки, оценить параметры размещения, выбрать его период и участвовать в маркетинговании сделки. Всё большее число ори-

гинаторов ожидают, что организатор будет поддерживать сделку и после ее размещения, обновляя модели сделки, доступные для фактических и потенциальных инвесторов, на основании поведения портфеля.

Какие драйверы развития рынка секьюритизации вы видите в 2026 г.? Ожидаете ли вы появления новых типов активов или структур?



Денис Скрипкин, руководитель дирекции по работе с госпрограммами и новыми активами, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО): я ожидаю, что в целом на рынке секьюритизации сохра-

нятся тренды, заложенные в 2024–2025 гг., основными сегментами рынка останутся сделки с потребительскими кредитами (в том числе кредитными картами) и ипотечными кредитами по программе ДОМ.РФ, а драйверами будут ожидаемое в 2026 г. снижение процентных ставок в экономике, а также сохраняющийся интерес банков к снижению нагрузки на капитал. По мере стабилизации ставок на облигационном рынке и наращивания банками портфелей ипотечных кредитов, выданных по текущим рыночным ставкам, можно ожидать возобновления размещений ИЦБ ДОМ.РФ среди широкого круга рыночных инвесторов, а также появления многотраншевых ипотечных сделок, в которых распределение денежных потоков от портфеля базовых активов по траншам подчиняется определенным правилам, более сложным, чем обычная последовательная структура. Таким образом, можно создать классы облигаций с нужными инвесторам финансовыми и рисковыми характеристиками: минимизировать риск досрочных погашений, риск изменения дюраций, получить класс с плавающим купоном, привязанным к рыночным ставкам, и т. д. С точки зрения новых активов — по рынку уже достаточно давно ходят идеи секьюритизации лизинговых активов, коммерческой недвижимости,

возможно, в этом году мы также увидим такие пилоты.

Юлия Лапшина: основным драйвером рынка могло бы стать снятие регуляторных ограничений на инвестиции институциональных инвесторов. Также ожидаем появления структур с несколькими старшими траншами, структурированными под запросы конкретных инвесторов (например, транши с фиксированной дюрацией или мезонинные транши с более низким рейтингом, но повышенной доходностью). Помимо этого, если ЦБ облегчит регуляторные ограничения для ЦФА, например, разрешит высвобождать капитал при выпусках с баланса банка, привязанных к кредитам или кредитным портфелям, разрешит не брать ФОР по таким привлечениям, выпускать ЦФА с баланса СФО, то, уверена, мы увидим первые выпуски цифровых секьюритизаций.

Виктор Киселев: основным драйвером секьюритизации оставалось давление на капитал банков в условиях ограниченных источников его увеличения.

Тхао Ми Чан: ожидаемое снижение ключевой ставки при сохранении ограничительного макропруденциального регулирования будет стимулировать рост рынка секьюритизации. Потребительские кредиты останутся основным драйвером неипотечного сегмента; ожидаем выхода МКК и МФК с револьверными структурами на базе коротких портфелей.

Наиболее перспективные новые направления — переупаковка корпоративных кредитов (российский аналог CLO),

пилотные выпуски структурированных концессионных/инфраструктурных облигаций, разработка рейтинговых методологий для NPL-секьюритизации. Отдельный тренд — возможное использование формата ЦФА для токенизации позиций балансовой и внебалансовой секьюритизации, что упростит выпуск и расширит каналы дистрибуции.

Елена Музыкина: снятие послаблений по нормативам достаточности капитала к 2027 г., необходимость исполнения ННKL в полном объеме — серьезные стимулы для наращивания объемов секьюритизации.

Важным драйвером ипотечной секьюритизации является возможность выдачи закладных на ДДУ. В 2022 г. были внесены изменения в законодательство, существенно упрощающие процесс выдачи и секьюритизации закладных на ДДУ. А в 2025 г. удалось регуляторную возможность реализовать в выпусках в существенных масштабах — впервые были проведены круп-

ные сделки секьюритизации кредитов на строящееся жилье.

Владимир Лиман: хотелось бы выделить три тренда, которые, как нам кажется, определяют рынок секьюритизации в 2026 г.:

1. Рост популярности секьюритизации с тремя и более траншами. Они позволят точнее дифференцировать профили доходности и риска под запросы различных категорий инвесторов.

2. Появление новых классов активов в основе сделок секьюритизации. Потенциально на публичный рынок могут выйти облигации, обеспеченные автокредитами, долгами МФО и просроченными задолженностями.

3. Дебюты новых оригинаторов. По мере того как рынок секьюритизации становится более зрелым, а ее экономическая целесообразность — всё более очевидной, мы предвидим значительный интерес к таким сделкам со стороны финансовых институтов, которые ранее не секьюритизировали свои активы.

Традиционный вопрос: расскажите о самых, на ваш взгляд, интересных и успешных сделках за 2025 г.

Юлия Лапшина: для нас 2025-й — год успешного выхода на этот рынок: дебют как с выпусками ипотечной секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ общим объемом более 100 млрд руб., так и размещением первого в истории банка выпуска потребительской секьюритизации.

Денис Скрипкин: я бы не стал, наверное, выделять какие-то индивидуальные сделки, а отметил сложившийся тренд, что банки стали включать сделки секьюритизации в стратегию фондирования и управления активами — мы видим на рынке серийные выпуски от ряда оригинаторов. С одной стороны, это позволяет оригинаторам снизить стоимость каждой отдельной сделки за счет эффекта масштаба. С другой — стимулирует развитие специализированной инвесторской базы, которая учится анализировать струк-

туру сделок, качество активов, что приводит к снижению требуемой доходности таких облигаций. Таким образом, эффективность сделки повышается за счет не только уменьшения издержек на стороне оригинатора, но и оптимизации стоимости привлечения.

Виктор Киселев: если говорить о самых интересных проектах прошедшего года, то нам, безусловно, ближе собственные сделки Т-Банка, и в 2025 г. у нас были действительно инновационные структуры, такие как секьюритизация потребкредитов с мезонинным траншем — ТБ-4, секьюритизация ипотечных нецелевых кредитов с револьверным периодом — ТБ-2, секьюритизация задолженности по кредитным картам с четырьмя траншами — ТБ-6, да и первая сделка секьюритизации кредитных карт по российскому праву — ТБ-5.

Тхао Ми Чан: лучшей сделкой секьюритизации 2025 г., по результатам голосования Cbonds, признана СФО «Совком Секьюр». Ключевая особенность — механизм контролируемой амортизации, позволяющий инвесторам достоверно рассчитать доходность к погашению, в отличие от классических pass-through структур с неопределенной дюрацией. Это существенно повышает привлекательность выпуска: инвесторы

получают корректную информацию о доходности облигации в брокерских приложениях, системах биржи и НРД, что особенно важно для розничного сегмента.

Отдельно стоит выделить первую с 2007 г. секьюритизацию кредитных карт, проведенную Т-Банком. Сделка имеет прецедентное значение — она открывает рынку новый обширный класс активов для секьюритизации.

Какие риски для рынка секьюритизации вы считаете ключевыми в 2026 г.? Какие регуляторные изменения могли бы придать рынку дополнительный импульс?

Тхао Ми Чан: помимо неопределенности макроэкономической среды существуют риски ужесточения регулирования сделок секьюритизации. В частности, возможно изменение порядка расчета регуляторных нормативов банков-оригинаторов при проведении сделок, в том числе на уровне консолидированных нормативов банковской группы, что может снизить экономическую привлекательность инструмента. Дополнительный риск — потенциальное ужесточение требований к приобретению облигаций секьюритизации неквалифицированными инвесторами — физическими лицами, которые сегодня формируют растущую долю спроса.

Импульс рынку могли бы придать снятие регуляторной асимметрии между ипотечными и неипотечными сделками секьюритизации, прежде всего в части коэффициентов риска и доступа к инфраструктуре рефинансирования, а также расширение перечня допустимых активов для НПФ и страховых компаний — включение облигаций СФО с инвестиционным рейтингом в портфель пенсионных накоплений и резервов.

Владимир Лиман: важное условие для дальнейшего развития рынка секьюритизации — выравнивание регуляторных условий между ипотечной и неипотечной секьюритизацией. Это возможность заключать сделки РЕПО

с ФК со всеми облигациями секьюритизации, а не только с ипотечными облигациями ДОМ.РФ, включать старшие транши неипотечной секьюритизации в общий рискованный лимит НПФ, а также пересмотр заградительных риск-весов таких ценных бумаг в торговых книгах банков.

Юлия Лапшина: мощный импульс рынку могло бы придать снятие регуляторных ограничений для инвестиций институционалов, а облегчение регуляторных ограничений для ЦФА могло бы дать импульс развитию цифровой секьюритизации.

Вместе с тем спрос на облигации секьюритизации может снизиться и по макроэкономическим причинам. В случае если смягчение ДКП будет проходить медленнее ожиданий рынка, премии в доходностях таких ценных бумаг относительно ОФЗ и корпоративных облигаций с высокими рейтингами будут снижаться. Это, несомненно, приведет к снижению спроса со стороны как розничных, так и институциональных инвесторов.

Виктор Киселев: традиционно для рынка секьюритизации есть два ключевых риска — это регуляторный риск и общее состояние облигационного рынка. Если не будет неприятных неожиданностей в отношении двух этих факторов, то рынок, точно, ждет рост и развитие.

Какие компании сегодня «на подходе» к рынку секьюритизации? Какие барьеры мешают новым участникам выйти на рынок?

Тхао Ми Чан: мы видим программы секьюритизации практически во всех крупнейших банках — инструмент становится частью регулярной практики управления балансом. Помимо банковских активов ожидаем выхода на рынок крупных микрофинансовых компаний. Отдельный интерес представляют структуры с участием крупных корпоративных клиентов, в том числе секьюритизация торговой дебиторской задолженности и денежных требований.

Помимо экономических ограничителей ключевыми барьерами для новых игроков являются сложная ИТ-инфраструктура секьюритизации, а также значительные временные и организационные затраты при проведении первых сделок.

Виктор Киселев: из новых компаний и активов мы можем ожидать секьюритизацию дебиторской задолженности, а также секьюритизацию корпоративных кредитов и лизинговых платежей. Новые банки-оригинаторы выйдут на рынок со своими сделками с потребкредитами.

Владимир Лиман: во-первых, мы ожидаем, что в секьюритизацию «пойдут» не только крупные потребительски активные банки, но и менее масштабные (но более специализированные, например: в отдельных регионах или продук-

тах) кредитные организации. Во-вторых, мы с нетерпением ожидаем размещения первых сделок секьюритизации автокредитов, кажется, что все предпосылки для этого созрели, а технические барьеры, связанные со спецификой обеспечения по таким активам, могут быть преодолены. В-третьих, в ситуации более аккуратного подхода инвесторов к выбору активов для инвестирования на облигационном рынке мы бы ожидали, что buy-side начнет дифференцировать кредитный риск самих оригинаторов (например, лизинговых или факторинговых компаний) и выпусков, осуществляемых под залог активов такого формата, позволяя снижать стоимость заимствований за счет обособления понятного и анализируемого портфеля.

Юлия Лапшина: насколько нам известно, несколько новых банков-оригинаторов готовят дебютные сделки. Основной барьер для выхода на рынок новых участников — это существенные вложения в инфраструктуру (ИТ, процессы, персонал и др.). Однако данные инвестиции имеют свою окупаемость, которую нужно внимательно просчитать. Например, если затраты на инфраструктуру составляют менее 1% от портфеля, который планируется ежегодно секьюритизировать, данный проект, определенно, имеет экономический смысл.



ЛИДЕР НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

13 выпусков ипотечных облигаций
в рамках программы ДОМ.РФ
на сумму **1,24 трлн рублей**

13 выпусков облигаций, обеспеченных
портфелем потребительских
кредитов, на сумму **1,17 трлн рублей**

☎ **1000/VTB.RU**
8 800 100 24 24

БАНК ВТБ (ПАО). ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ №1000. РЕКЛАМА. 0+
ИНФОРМАЦИЯ ОСНОВАНА НА ФАКТИЧЕСКИХ ПУБЛИЧНЫХ ДАННЫХ ПО ОБЪЕМУ ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ



Иван КОНДАКОВ,
директор дирекции
сложного кредитования
и структурного
финансирования,
Альфа-Банк

Анализ стоимости привлечения капитала посредством сделок секьюритизации

Практика последних лет показывает, что банки всё активнее прибегают к внебалансовой секьюритизации розничных активов. Этот инструмент стал особенно привлекательным благодаря совокупности преимуществ, которые получают банки-оригинаторы, такие как привлечение денег, диверсификация источников финансирования, управление процентным риском, оптимизация нормативов ликвидности. Однако, пожалуй, самое главное из них — это то, что секьюритизация высвобождает капитал, дефицит которого испытывают многие банки в наши дни. В особенности данная проблема стала актуальной на фоне роста макропруденциальных надбавок. Именно высвобождение капитала выступает главным драйвером новых сделок для банков-оригинаторов.

В этой статье мы подробно исследуем механизм высвобождения капитала с использованием инструмента секьюритизации розничных активов.

ВВЕДЕНИЕ: БАНКОВСКИЙ РЫНОК И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Российский банковский рынок последних нескольких лет находится под двойным давлением. С одной стороны, растущий спрос на кредитование и активная роль банков в трансформации экономики способствуют увеличению объема активов. С другой — рост активов «съедает» капитал через рост RWA, а макропруденциальные надбавки к требованиям к капиталу ограничивают темпы выдачи новых кредитов. Такая ситуация особенно характерна для портфелей с высоким риск-весом (потребительские кредиты, сплиты, кредитные карты) и для длинных

активов, например ипотеки, где уровень процентного риска для банка значительно выше.

В этих условиях секьюритизация выступает эффективным механизмом управления балансом. Банк может обменять часть будущих поступлений по портфелю на ликвидность и, что важнее, на снижение расчетных показателей RWA. Практически это означает высвобождение капитала, который затем можно направить на новые сделки: выдачу новых кредитов, финансирование приоритетных проектов или поддержание нормативов. Такой мотив явно отражается на рынке: многотраншевые сделки сохраняют популярность среди банков-оригинаторов, поскольку позволяют решить задачу разгрузки капитала.

Сделки секьюритизации реализуются через специальные структуры, обеспечивающие обособление активов и защиту инвесторов:

(а) ипотечные агенты в соответствии с Федеральным законом №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (для MBS);

(б) специализированные финансовые общества, предусмотренные Федеральным законом №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в частности, для ABS).

Однако с точки зрения регулирования и расчетов ключевым является не юридическая упаковка, а экономическая сущность: кто несет кредитный риск и какие позиции удерживает участник сделки.

Далее последовательно рассмотрим эффекты:

- от многотраншевой секьюритизации;
- от однотраншевой ипотечной секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ, где, как правило, оригинатор не удерживает кредитное усиление.

ВЫСВОБОЖДЕНИЕ КАПИТАЛА В СДЕЛКАХ МНОГОТРАНШЕВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ БАНКА-ОРИГИНАТОРА

В многотраншевой сделке пул активов продается специальной компании — специализированному финансовому обществу (СФО) (эмитенту). Такая покупка финансируется выпуском одного или нескольких траншей облигаций: старшего и младшего (иногда возможно использо-

вание мезонинного транша). В дальнейшем поступления от пула распределяются по «водопаду» так, чтобы обслуживать облигации и иные статьи расходов по сделке в порядке их приоритета. Как правило, старшие транши размещают среди рыночных (розничных и институциональных) инвесторов, а младший — удерживается оригинатором (в роли кредитного усиления).

С точки зрения капитала экономия возникает за счет следующих эффектов:

(а) активы уходят с баланса банка-оригинатора и перестают входить в расчет RWA;

(б) оригинатор удерживает меньший по объему, хоть и более рискованный, младший транш, и RWA по удерживаемой позиции меньше исходных RWA по пулу;

(в) остаточные обязательства (поручительства, предоставление ликвидности СФО, деривативы) не возвращают риск обратно на баланс в изначальном объеме.

В структурировании сделок с точки зрения разгрузки капитала ключевыми факторами являются размер младшего транша, наличие резервного фонда, риск-вес изначального пула кредитов и форма учета базового актива на балансе банка-оригинатора (ПВР или СТД)¹.

Важно отметить, что с точки зрения резервирования позиций до проведения сделки и после ничего не меняется и не происходит высвобождения капитала банка, поскольку экономически оригинатор продолжает нести риск первых потерь по пулу кредитов, а значит, все резервы сохраняются в полном объеме.

Пример расчета (СТД-подход):

Пусть банк имеет пул необеспеченных потребительских кредитов номиналом 100 млрд руб. Объем младшего транша составляет 20 % от объема пула, резервный фонд — 5 % от объема старшего транша, а средний риск-вес пула по СТД — 190 %.

¹ ПВР — подход к оценке величины кредитного риска для целей включения в нормативы достаточности капитала на основе внутренних рейтингов. СТД — стандартизированный подход, использующий фиксированные коэффициенты кредитного риска по различным группам активов для целей включения в нормативы достаточности капитала.

До секьюритизации:

$$RWA_{до} = 100 \cdot 190 \% = 190 \text{ млрд руб.}$$

Потребление капитала_{до} = $190 \cdot 11.5 \% = 21.8$ млрд руб. (при нормативе достаточности капитала 11.5 %).

После секьюритизации:

Банк-оригинатор удерживает только младший транш и кредит на резервный фонд. Согласно Положению Банка России №647-П:

$$RWA_{после} = (100 \text{ млрд руб.} \cdot 20 \%) \cdot 190 \% + ((100 \text{ млрд руб.} \cdot 80 \%) \cdot 5 \%) \cdot 100 \%^1 = 42 \text{ млрд руб.}$$

$$\text{Потребление капитала}_{после} = 42 \cdot 11.5 \% = 4.8 \text{ млрд руб.}$$

Итоговое высвобождение капитала:

$$\text{Высвобождение капитала} = 21.8 - 4.8 = 17.0 \text{ млрд руб.}$$

Стоит отметить, что высвобождение капитала прямо пропорционально зависит от риск-веса исходного пула кредитов (Рисунок 1).

ПОТРЕБЛЕНИЕ КАПИТАЛА В СДЕЛКАХ МНОГОТРАНШЕВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ИНВЕСТОРА

Рынок многотраншевой секьюритизации демонстрирует быстрый рост. Только за период 2024–2025 гг. было реализовано

более 15 рыночных выпусков многотраншевой секьюритизации. На сегодняшний день основным активом, используемым для многотраншевой секьюритизации, являются необеспеченные потребительские кредиты. Этот актив пользуется большим спросом среди розничных инвесторов, но и институциональные инвесторы все активнее интересуются данным инструментом, потребляя собственный капитал при каждой покупке таких облигаций.

Инвестор, приобретающий старшие транши многотраншевой секьюритизации, получает преимущественное право на денежные потоки от пула, однако одновременно берет на себя часть кредитного риска.

Расчет риск-веса старшего транша осуществляется в соответствии с Положением Банка России №647-П либо №824-П — в зависимости от того, использует ли банк-оригинатор СТД- или ПВР-подход при учете базового актива. Риск-вес старшего транша напрямую зависит от структуры сделки (соотношения младшего и старшего траншей), наличия резервного фонда, объема дефолтных активов, а также от риск-веса портфеля в залоговом обеспечении.

Пример расчета (СТД-подход):

Пусть:

объем базовых активов в пуле — 100 млрд руб.;

объем старшего транша облигаций — 80 млрд руб.;

¹ Базовый коэффициент риска для IV группы банковских активов.

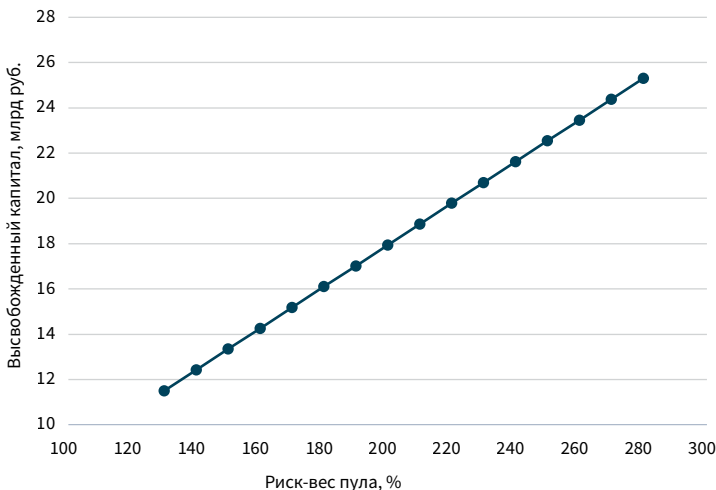
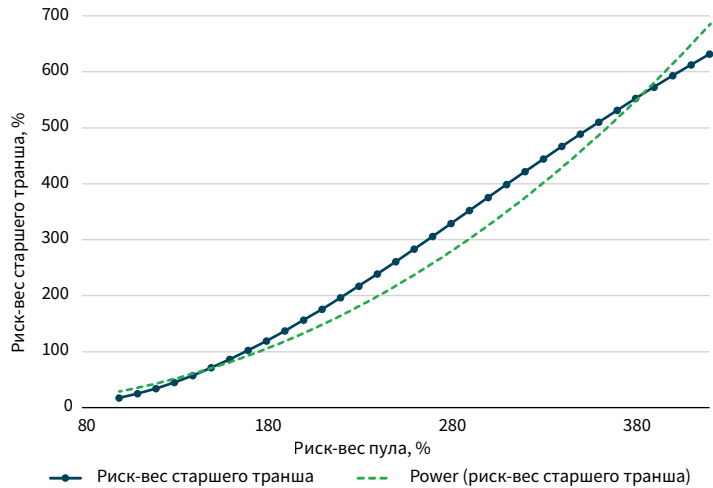


Рисунок 1
Зависимость
высвобождения
капитала от риск-веса
базового актива

Источник:
расчеты Альфа-Банка

Рисунок 2
Риск-вес старшего
транша
Источник:
расчеты Альфа-Банка



объем младшего транша, удерживаемого банком-оригинатором, — 20 млрд руб.;
резервный фонд в размере 7% от объема старшего транша — 5.6 млрд руб.;
риск-вес пула в залоговом обеспечении — 200 %;

доля дефолтных кредитов в пуле — 0 %.

Расчет потребления RWA старшего транша институциональным инвестором состоит из расчета показателей, указанных в Положении Банка России № 647-П:

$$A = \frac{100 + 5.6 - 80}{100 + 5.6} = 24.24 \%$$

$$D = \frac{100 + 5.6}{100 + 5.6} = 100 \%$$

$$K_{ба} = 100\% \cdot 200\% \cdot 8\% = 16\%$$

$$K_a = (16\% \cdot (100\% - 0\%) + 0\% \cdot 0.5) \cdot 100\% = 16\%$$

Поскольку $K_a < A$, то:

$$a = \frac{-1}{1 \cdot 16\%} = -6.25$$

$$u = 100\% - 16\% = 84\%$$

$$h = \max(24\% - 16\%; 0) = 8\%$$

$$K_{ca} = \frac{e^{a \cdot u} - e^{a \cdot h}}{a \cdot (u - h)} = 0.13$$

$$BKP = 0.13 \cdot 12.5 = 156.33\%$$

$$RWA = 156.33 \cdot 80 = 125 \text{ млрд руб.}$$

Важно отметить, что риск-вес старшего транша является экспоненциальной функцией от риск-веса базового актива, а не линей-

ной. Это означает, что небольшие колебания в риск-весе исходного пула могут привести к существенным изменениям в риск-весе старшего транша (Рисунок 2).

ВЛИЯНИЕ НА КАПИТАЛ СДЕЛОК ОДНОТРАНШЕВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕКИ С ПОРУЧИТЕЛЬСТВОМ ДОМ.РФ

Помимо многотраншевой секьюритизации на российском рынке активно используется альтернативный подход — однотраншевая ипотечная секьюритизация. В рамках такой сделки выпускается один транш ипотечных облигаций, полностью обеспеченный поручительством института развития в жилищной сфере — ДОМ.РФ. В таких выпусках у банков-оригинаторов нет обязательства по удержанию рисков позиций, в том числе облигаций старшего транша.

Однако на практике многие банки-оригинаторы приобретают собственные ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) себе на баланс. Основная причина — риск-вес таких ИЦБ существенно ниже риск-веса изначального ипотечного портфеля и составляет 20 %. Такой подход к взвешиванию ИЦБ сложился в рамках длительного диалога между рынком и регулятором при активном участии ДОМ.РФ.

Выпуски ИЦБ ДОМ.РФ возможны с тремя вариантами ставки купона:

- фиксированной;
- плавающей (формат КС+);
- переменной, так называемой pass-through, при которой в купонные выплаты направляется весь процентный денежный поток после

уплаты расходов на поддержание инфраструктуры сделки.

Рассмотрим, как различается потребление капитала в зависимости от типа ставки.

Самый простой расчет высвобождения капитала — по выпускам с переменным купоном: он равен разности между RWA уступленного портфеля и RWA облигаций этого выпуска, удерживаемых на балансе банка-оригинатора (в случае такого удержания).

Пример: рассмотрим структуру, в рамках которой банк-оригинатор выкупает весь выпуск ипотечных облигаций обратно на баланс, а в ипотечное покрытие включен портфель ипотечных кредитов объемом 100 млрд руб. с риск-весом 100%. Тогда:

$$RWA_{до} = 100 \cdot 100\% = 100 \text{ млрд руб.}$$

$$\text{Потребление капитала}_{до} = 100 \cdot 11.5\% = 11.5 \text{ млрд руб.}$$

Поскольку банк-оригинатор в данной структуре сделки полностью удерживает облигации, то:

$$RWA_{после} = 20\% \cdot 100 = 20 \text{ млрд руб.}$$

$$\text{Потребление капитала}_{после} = 20 \cdot 11.5\% = 2.3 \text{ млрд руб.}$$

А итоговое высвобождение капитала составит:

$$\text{Высвобождение капитала} = 11.5 - 2.3 = 9.2 \text{ млрд руб.}$$

Теперь рассмотрим структуру, когда купон по облигациям фиксированный или плавающий, тогда эффект на RWA рассчитывается по аналогии с предыдущим вариантом, то есть равен разности между RWA проданного портфеля и RWA удерживаемых оригинатором облигаций. Но есть существенное отличие: в данном случае для целей фиксации ставки плавающего или фиксированного купона по облигациям и предотвращения риска разрыва ликвидности на уровне эмитента между ДОМ.РФ и ипотечным агентом заключается сделка процентного свопа, по которому эмитент регулярно передает ДОМ.РФ все процентные поступления по портфелю за вычетом расходов на инфраструктуру сделки и получает от ДОМ.РФ полный объем купонной выплаты по облигациям. Как правило, этот сноп зеркально хеджируется аналогичным свопом, заключаемым между ДОМ.РФ и банком-оригинатором.

На уровне банка-оригинатора такой сноп также потребляет капитал и учитывается как производные финансовые инструменты (ПФИ). Его влияние на RWA состоит из двух компонент — рыночного и кредитного риска. При этом: компонента рыночного риска связана с риском колебания процентных ставок и сдвига цены на базовый актив ПФИ, что может привести к снижению стоимости ПФИ. Поскольку в рамках структуры предусмотрен только симметричный обмен потоками fix/fix или float/float, то значение рыночного риска, как правило, ограничено условными 8–10% от номинала облигаций в терминах RWA.

В свою очередь кредитный риск данного инструмента состоит из следующих двух частей:

- компонента (КРС), отражающая кредитный рейтинг контрагента (в данном случае ДОМ.РФ) и то, насколько может вырасти стоимость финансового инструмента для случая потенциальных потерь;
- компонента (РСК), отражающая вероятность того, что контрагент (ДОМ.РФ) не сможет выполнить свои обязательства перед банком, или, другими словами, риск ухудшения качества контрагента за счет кредитной миграции.

Именно на этом этапе расчетов на практике возникает наибольшее количество вопросов. Если руководствоваться в расчете классическим подходом и брать за основу изначальный номинал и юридический срок жизни сделки сноп исходя из срока погашения самого длинного кредита в портфеле (юридический срок погашения ипотечных кредитов может достигать 30 лет), то риск-вес свопа получится очень высоким. Поэтому рождается логический вопрос, а нельзя ли использовать какое-то среднее значение с учетом ожидаемых модельных сроков погашения? Поскольку ипотечные облигации являются амортизируемыми, более логичным с экономической точки зрения выглядит использование не изначального номинала и юридического срока портфеля, а ожидаемого среднего номинала портфеля и свопа и ожидаемого срока погашения портфеля, рассчитанных на основе моделей досрочного погашения SMM, применяемых в банке-оригинаторе.

Для иллюстрации разности подходов рассмотрим примеры обоих вариантов расчетов:

В сделку включен ипотечный портфель объемом 100 млрд руб. и сроком погашения 30 лет, тогда получаем.

В соответствии с классическим подходом:

РСК свопа ≈ 7.1 млрд руб. в соответствии с Положением Банка России № 754-П;

РСК свопа ≈ 6.8 млрд руб. в соответствии с Инструкцией Банка России № 220-И;

потребление капитала_{свопом} $= (7.1 + 6.8) \cdot 11.5\% = 1.60$ млрд руб.

При использовании средневзвешенного по сроку номинала свопа:

РСК свопа ≈ 2.3 млрд руб. в соответствии с Положением Банка России № 754-П;

РСК свопа ≈ 2.1 млрд руб. в соответствии с Инструкцией Банка России № 220-И;

потребление капитала_{свопом} $= (2.3 + 2.1) \cdot 11.5\% = 0.50$ млрд руб.

При этом важно подчеркнуть, что каждый банк решает для себя проблему такого расчета самостоятельно, так как подробной утвержденной регулятором методики, насколько нам известно, не существует.

Дополнительно стоит обратить внимание на то, что своп не только влияет на капитал, но и дает переоценку в отчетности банков. А ведь это прямой финансовый результат, который может стать неожиданностью для originаторов, впервые пробуящих выпускать ИЦБ. Так, с большой долей вероятности, в первые периоды за счет авансовой платы за поручительство и отсрочки получения денежного потока от субсидируемой части процентной ставки по портфелю, а также за счет сдвига дат банк-оригинатор получает большой отрицательный результат.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение следует подчеркнуть, что инструмент секьюритизации розничных активов является одним из ключевых механизмов управления капиталом банков, позволяя одновременно решать несколько задач: привлечение ликвидности, диверсификация источников финансирования и снижение процентного риска. Главным драйвером роста количества и объема сделок является и будет оставаться возможность высвобождения капитала для банков.

На примере рассмотренных в статье структур мы видим, что в сделках многотраншевых секьюритизаций эффективность высвобождения капитала для банков-оригинаторов напрямую зависит от риск-веса исходного базового актива и структуры субординации. Для инвесторов покупка старших траншей подразумевает потребление собственного капитала, однако риск-вес этих траншей определяется не линейно, а экспоненциально от риск-веса залогового пула и требует тщательного расчета и оценки.

Однотраншевая ипотечная секьюритизация с поручительством ДОМ.РФ работает по-другому: при полном удержании облигаций на балансе банка-оригинатора итоговый риск-вес снижается до 20% от номинала, что приводит к значительному снижению потребляемого капитала. Однако в сделках с фиксированным или плавающим купоном появляется дополнительное давление на капитал за счет процентных свопов, учитываемых как ПФИ и вносящих как рыночную, так и кредитную компоненту в RWA.

Таким образом, применение инструмента секьюритизации предоставляет возможность банкам-оригинаторам управлять капиталом и поддерживать рост кредитования. При этом требуются внимательное структурирование сделок и корректный расчет риск-весов как для originаторов, так и для инвесторов.

Как пересложится макроэкономический пазл до конца 2026 г.?

Артём ЗАИГРИН,
управляющий
директор Центра
макроэкономических
исследований,
ПАО Сбербанк



Армен АВАКЯН,
исполнительный
директор Центра
макроэкономических
исследований,
ПАО Сбербанк



Юлия МАТВЕЕВСКАЯ,
главный
аналитик Центра
макроэкономических
исследований,
ПАО Сбербанк



Кардинальные изменения в мировой экономике позволят удержаться на траектории, начертанной осенью 2025 г. по бюджету и ставкам, но с большей волатильностью курса.

Российская экономика вошла в фазу «мягкой посадки» с середины 2025 г. на фоне ухудшения баланса как внешних, так и внутренних факторов. Для экспортных отраслей укрепление курса рубля с более чем 100 руб. за доллар в начале 2025 г. до 76 руб. к концу года сопровождалось снижением цен на сырьевые товары: в целом, по данным Всемирного банка, они подешевели почти на 7% в годовом выражении. На этом фоне темпы роста экономики замедлились с более чем 4% в 2023–2024 гг. до 1%.

В дополнение к внешнему давлению Банк России продолжал жесткую кредитную политику, охлаждая спрос в экономике. Несмотря на начало цикла снижения ставок, реальная ставка оставалась и остается на рекордно высоком уровне — более 10% на фоне годовых. Ужесточение льготных программ, на которые приходится более 16% портфеля, также сказывается на темпах роста кредитования, снизившихся с 16 до 9% в 2025 г.

На фоне замедления экономической активности апрельские прогнозы МЭР позволили Минфину России несколько увеличить оценки потенциала нефтегазовых доходов, которые не вполне реализовались по итогам года.

Ожидания на 2026 г., по сути, предполагают продолжение тенденций 2025-го — низкий рост экономики на уровне 1.3% в год и снижение инвестиций. В этих условиях потребовалась мобилизация доходов для поддержания требуемого уровня федеральных расходов. Правительство приняло решение о необходимости скорректировать базовую ставку НДС — налога со стабильной базой и хорошей собираемостью.

Усилившееся внешнее давление в I квартале 2026 г. увеличило риски для плана Правительства Российской Федерации по нефтегазовым доходам. Запланированное снижение базовой цены отсечения на \$1 в год в этих условиях создавало риски исчерпания средств ФНБ за полтора года. Практика бюджетной политики предполагает лишь ограниченное количество возможностей: или ускорение снижения базовой цены отсечения до \$45–50 за баррель, или консолидация расходов, или принятие выросшего структурного дефицита на период изменения бюджетного правила.

Однако с начала марта геополитическая ситуация начала меняться. С началом военной операции Д. Трампа в Иране и фактической блокировкой Ормузского пролива, через который проходит около 20% мирового предложения нефти, 20% СПГ, треть мирового экспорта азотных удобрений и до 50% поставок серы, возникли серьезные риски для глобальных сырьевых рынков. Если конфликт завершится лишь во II квартале, его влияние растянется как минимум на весь этот период и далее, приведя к дефициту не менее 2.5 млн баррелей в сутки и удерживая цены на нефть около \$100 за баррель. Дополнительным фактором длительности дефицита становится разрушение инфраструктуры: уже сейчас повреждены нефтеперерабатывающие мощности Саудовской Аравии и Бахрейна, а также алюминиевые заводы в ОАЭ и Бахрейне.

Такое развитие ситуации означает, что основной риск для российского бюджета уходит на второй план. Среднегодовая цена нефти марки Urals оказывается близка к цене отсечения по бюджетному правилу (\$59 за баррель

в 2026 г.), что существенно снижает потребность в расходовании средств ФНБ. При сохранении текущих цен на нефть бюджет может перейти к накоплению резервов, а объем дополнительных поступлений в ФНБ может достигать порядка 1 трлн руб. в год.

ЧТО ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ ЗНАЧИТ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ ДО КОНЦА 2026 Г.?

Мы будем следить за несколькими частями этого пазла, которые могут структурно повлиять на равновесие в курсе и ставках.

Во-первых, даже если энергокризис продлится в два-три раза дольше, это будет всего лишь один или два квартала. Однако это не означает, что в долгосрочной перспективе цены на нефть будут оставаться высокими. Из-за «разрушения спроса» мировая экономика перестроится на еще более низкое потребление нефти. Например, кризис 1980-х гг. привел к росту интереса к разработке автомобилей с меньшими двигателями внутреннего сгорания и более экономичных самолетов. Более того, нефтяные котировки по-прежнему находятся в состоянии бэквордации, и фьючерсный рынок закладывает снижение цен до около \$70 за баррель на долгосрочном горизонте. Следовательно, сохранение долгосрочной устойчивости бюджетной конструкции требует последовательной реализации бюджетного правила и рациональной политики в области налоговых расходов.

Во-вторых, шок затрагивает не только рынок нефти, но и другие сырьевые товары, включая СПГ, удобрения и серу, около 50% мировой добычи которой приходится на Ближний Восток. Она критична для производства цветных металлов и микросхем. Рост цен на энергоносители уже раскручивает глобальную инфляцию и ухудшает условия торговли для ключевых торговых партнеров. Сохранение конфликта в ближайшие месяцы может добавить около 0.3–0.5 п. п. к мировой инфляции и снизить темпы роста мировой экономики на 0.2–0.3 п. п. Для России импорт этой инфляции повышает риск закрепления завышенных инфляционных

ожиданий и необходимости более длительного сохранения повышенных процентных ставок.

В-третьих, вопросом остаются возможности снижения структурного дефицита бюджета в этом и последующих годах по бюджетному правилу. По дизайну правила 2026–2027 гг. должны были стать ключевыми для сокращения уровня расходов примерно на 1.5 п. п. ВВП — с 19.5 до 18% в 2027 г. Однако данные начала года скорее показывают, что расходы сокращаются хуже, чем обычно предполагают прогнозы Минфина России, а опыт последних десяти лет свидетельствует о частых отклонениях от намеченной траектории фискальной консолидации. Более мягкая бюджетная консолидация будет означать больший дефицит и рост заимствований.

КАК КОМПОЗИЦИЯ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ И БЛИЖАЙШИХ БЮДЖЕТНЫХ РЕШЕНИЙ ПОВЛИЯЕТ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАВНОВЕСИЕ?

Несмотря на все сложности с получением выгод от улучшающихся для России условий торговли, этот шок дает возможность снизить дисбалансы в экономике, в том числе выровнять долговую нагрузку части секторов, попавших в «идеальный шторм» в прошлом году, а также обеспечить импорт оборудования, которое позволит увеличить выпуск как в экспортоориентированных отраслях, так и в секторах внутреннего спроса. Вместе с тем, поскольку дополнительные экспортные доходы в значительной степени будут компенсированы ростом импорта, их влияние на экономический рост в 2026 г. будет нейтральным и он составит около 1% г/г.

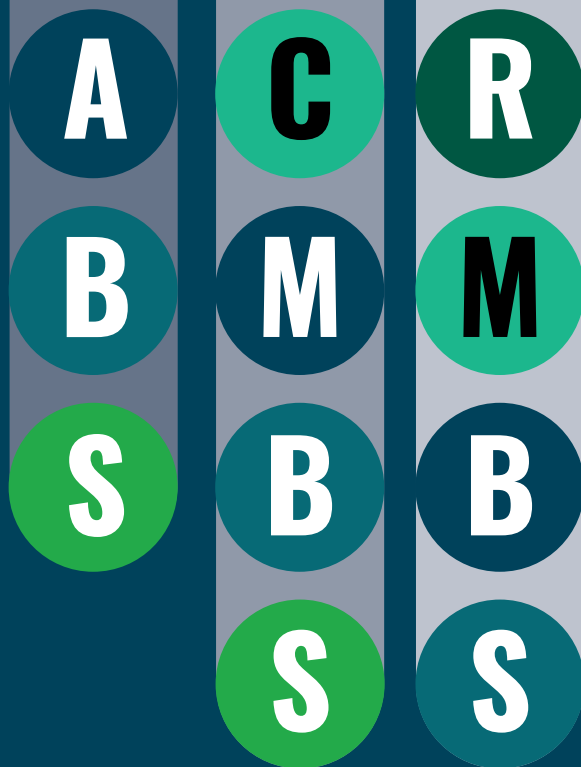
Несмотря на рост котировок нефти, динамика курса рубля останется неоднозначной. С одной стороны, дополнительные нефтегазовые доходы создают «повышательное» давление на курс. Однако эти доходы материализуются только при устойчиво высоких ценах на добываемую нефть, через квартальные налоговые платежи, что увеличивает лаг между ценовым шоком и фактическим притоком выручки в экономику.

С другой стороны, сложившиеся уровни ликвидности на внутреннем рынке увеличивают риски более высокой волатильности курса. Активное участие Банка России в 2025 г. в зеркалировании операций ФНБ стало одним из ключевых факторов значительного укрепления рубля в 2025 г., когда регулятор продал более половины профицита текущего счета. Неочевидно, что возобновление работы бюджетного правила во второй половине года не окажет обратного эффекта: мы можем увидеть не только заметное ослабление курса, но и рост амплитуды его колебаний. На этом фоне важным становится вопрос структуры накоплений Минфина России: не исключено, что увеличение доли рублевых активов станет одной из приоритетных опций при изменении параметров бюджетного правила.

Ускорение инфляции к концу года на фоне роста волатильности курса, более значительного повышения регулируемых тарифов, а также изменений сезонности бюджетных расходов может разогнать темпы роста цен до 6.5% г/г. На складывающуюся ситуацию Банк России будет смотреть двояко: с одной стороны, внутренние условия остаются достаточно благоприятными для постепенного смягчения политики, с другой — усиливаются проинфляционные риски из-за более волатильного курса и роста регулируемых тарифов, дополнительных рисков от изменения бюджетного правила.

В наиболее вероятном сценарии Банк России будет придерживаться тактики малых шагов и снижать ключевую ставку по 50 б. п. с возможными паузами в течение года. Такая тактика приведет к снижению ставки до 12–13% к концу текущего года и до 8–9% к концу 2027 г.

Что касается рынка ОФЗ, то более крепкий рубль по сравнению с исходными прогнозами уже подразумевает рост заимствований примерно на 0.8 трлн руб., тогда как стратегия размещения ОФЗ с фиксированной доходностью Минфина России увеличит предложение бумаг в секторах средних и длинных сроков. В результате доходность ОФЗ на сроке около пяти лет, с высокой вероятностью, завершит год вблизи 13%.



Мировой рынок секьюритизации



Максим ЗЕНКОВ,
начальник отдела
рынка Индии,
Cbonds

Секьюритизация на мировых рынках: тенденции 2025 г.

ВВЕДЕНИЕ

2025-й стал годом снижения ставок центральными банками на большинстве ключевых рынков. Однако неустойчивость роста в отдельных регионах, таких как ЕС, остающаяся повышенной стоимость финансирования, регулярность политических шоков, вызывающих бегство инвесторов в защитные активы, ставят вопрос сохранения кредитного качества активов, лежащих в основе сделок секьюритизации. Для регулятора этот вопрос является частью управления уровнем риска в финансовой системе. В статье будут охарактеризованы динамика новых выпусков на рынках Европы и США, ключевые регуляторные изменения и тренды в отдельных продуктовых нишах рынка секьюритизации.

США: СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ДЛЯ ЦЕНТРОВ ОБРАБОТКИ ДАННЫХ

В США секьюритизация стала одним из самых прибыльных активов рынка фиксированной доходности в 2025 г. MBS опе-

редила по этому показателю все другие классы активов сегмента Investment Grade (IG) — доходность в 8.58%, согласно индексам Bloomberg, стала лучшей с 2002 г. Итоги года для CMBS и ABS также оказались уверенно позитивными (7.75 и 5.93%).

Такому результату способствует сочетание факторов: существенного сокращения кредитных спредов в США, сохраняющегося относительно высокого уровня ставок при общей стабильности ситуации в области обслуживания долга как потребителями, так и корпоративными заемщиками. Так, ставки по жилищным ипотекам остаются на среднем уровне в 6–7%, тогда как доля кредитов с пропусками платежей от 30 до 90 дней не увеличилась с 2024 г. и остается на уровнях, близких к минимальным со времени кризиса 2007–2009 гг. (1.78–1.79%).

С этой точки зрения благоприятная ситуация в области кредитования обеспечила и продолжение роста активности на первичном рынке. В сегменте MBS

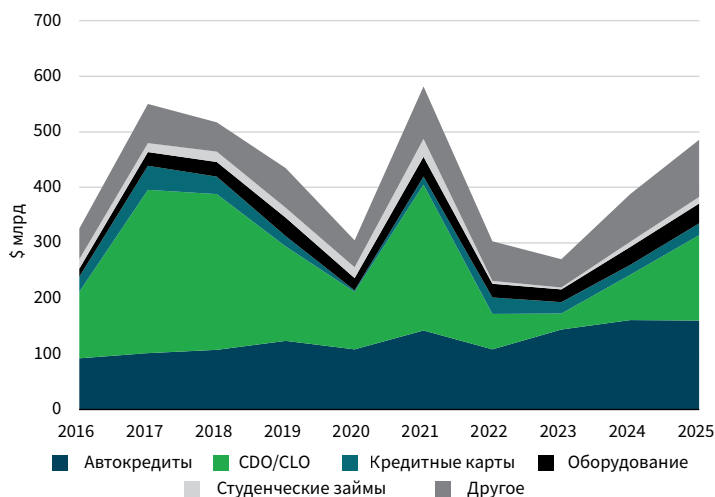


Рисунок 1
Динамика выпуска
ABS в США
Источник: SIFMA

он составил 19 % г/г вопреки пониженной интенсивности сделок с недвижимостью: процент проданных за год единиц жилья составил 2,8 % — это одно из самых низких значений за последние десятилетия. Сегмент ABS тоже показал уверенный рост объема новых выпусков — на 25 %, продолжая движение к рекордным уровням 2021 г. (Рисунок 1). Второй год подряд прирост внутри ABS преимущественно обеспечен CLO и CDO, объем которых прибавил в 2025 г. более 50 % г/г.

При более пристальном взгляде на различные подкатегории долга можно отметить, что в некоторых из них сконцентрирован повышенный объем «проблемного» долга. Прежде всего речь о кредитных картах, где доля займов с просрочкой выплаты более 90 дней на конец 2025 г. составляла, по данным Equifax, 12,7 % — ранее такой уровень достигался или превышался лишь в период с конца 2009 г. по начало 2011 г., то есть на фоне преодоления последствий «Великой рецессии». Аналогичная тенденция прослеживается и для кредитов на автомобили — с тем исключением, что ранее процент существенных просрочек платежей превышал 5-процентный порог дважды — помимо 2009–2011 гг., то же самое имело место в первой половине 2020 г. Показательно, что в обоих сегментах — кредитных картах и автомобильных кредитах — выпуск секьюритизаций в 2025 г. остался на уровне

прошлого года: в условиях повышенной неопределенности инвесторы предъявляют повышенные требования к кредитному качеству размещаемых секьюритизаций.

Активное развитие получил сегмент секьюритизации долга, связанного со строительством центров обработки данных. В 2025 г. американские компании, связанные с разработкой технологий или предоставлением инфраструктуры для нужд искусственного интеллекта (ИИ), привлекли не менее \$200 млрд на долговом рынке. Основанные на их долге секьюритизированные продукты могут принадлежать к категории как ABS, так и CMBS, будучи обеспеченными, соответственно, либо будущим денежным потоком объекта, либо самой недвижимостью. Обычно они имеют фиксированную ставку, 5-летний горизонт выплат с возможностью ограниченного продления, плечо же в среднем колеблется от 8 до 12 раз к операционной прибыли.

Секьюритизация играет в процессе финансирования капитальных инвестиций в ИИ традиционную роль распределения рисков в рамках финансовой системы, хотя сам масштаб прироста вызывает опасения регуляторов. Например, Банк Англии в октябре 2025 г. опубликовал результаты своего внутреннего анализа, в частности, утверждая, что банки будут подвержены рискам, связанным с ИИ, имея не только прямые отношения с соот-

ветствующими компаниями-заемщиками, но и «косвенно — через предоставление кредитов и кредитных линий частным кредитным фондам и другим финансовым учреждениям, которые зависят от подтвержденных влиянию ИИ цен на активы». Особенное внимание следует обратить на риск, связанный со смелостью посылок о скорости роста бизнеса, которые заложены в прогнозируемый финансовый поток ИИ-компаний и их дата-центров.

ЕВРОПА: ДЕРЖАТЬСЯ БЛИЖЕ К ГАВАНИ

В 2025 г. объем новых секьюритизаций, размещенных в Европе, находился на 5-летнем максимуме, хотя рост по сравнению с 2024 г. составил лишь 3% (Рисунок 2). При этом в самом крупном сегменте — RMBS — объемы снизились на 16% на фоне спада на рынке Великобритании: компенсировать падение позволило расширение в таких категориях, как CDO/CLO и CMBS, в том числе на фоне бума инвестиций в ИИ.

Изменение в рейтинговой структуре размещений в направлении преобладания выпусков с более высокой рейтинговой категорией отражает возрастание неопределенности на европейских рынках капитала. Доля выпусков AAA в общем объеме демонстрировала умеренную восходящую траекторию на протяжении последних трех лет: с 53% в конце 2022 г. до 63% в III квартале 2025 г. со скачком до 74% в заключительном кварта-

ле прошлого года (Рисунок 3). На рынке США аналогичной отчетливой тенденции не наблюдается.

В области регулирования следует отметить, что в декабре 2025 г. ЕЦБ объявил об упрощении процедуры комплаенса для размещения секьюритизаций со статусом STS («Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация»). До сих пор STS-выпуски формировали стабильную, но не преобладающую часть рынка: ожидается, что недавний шаг снизит транзакционные издержки на рынке как для эмитентов, так и для инвесторов, а также для самого регулятора. Более глобальная дискуссия о реформах в области секьюритизации продолжает вестись между ЕЦБ, Еврокомиссией и Европарламентом, но еще не принесла окончательных результатов.

Европейские финансовые власти внимательно следят за использованием секьюритизации в качестве средства управления регуляторными нормами банковского капитала. Особую актуальность этому придает тот факт, что именно в Европе активнее всего в мире используется «синтетическая секьюритизация» — механизм передачи рисков, связанных с невыплатой займов, без передачи самих активов. Банк Англии, в частности, письменно предупредил кредиторов о том, что неоправданный с точки зрения экономической рациональности перевод неликвид-

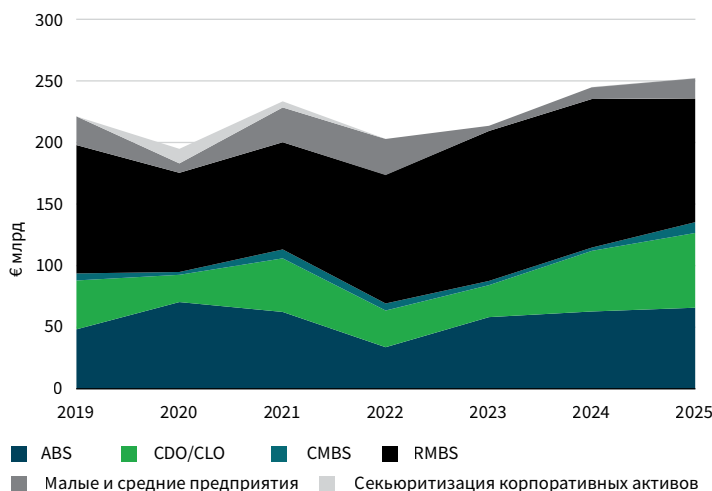
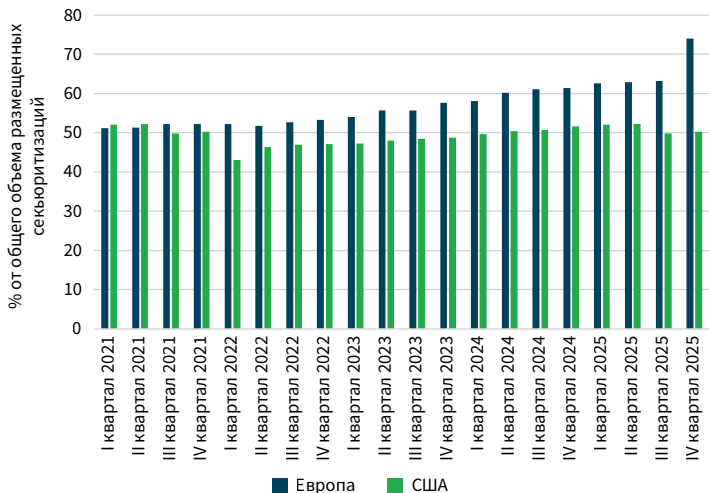


Рисунок 2
Динамика выпуска секьюритизаций в Европе (включая Великобританию)
Источник: AFME

Рисунок 3
Процент эмиссий
рейтинговой категории
AAA (Aaa) в объеме новых
секьюритизационных
размещений
в Европе (включая
Великобританию) и США
Источник: AFME, Moody's
Investors Services



ных активов в торгуемую форму не будет учитываться при определении соответствия требованиям к регуляторному капиталу финансовых институтов.

ТРЕНДЫ РЫНКА
«Коллективизация» CLO

Роль CLO как драйвера развития секьюритизации в глобальном масштабе отчасти опирается на рост популярности ETF на основе этого класса активов. Фактически этот механизм создает удобный канал участия в рынке секьюритизации для ретейл-инвесторов, сочетая в себе как повышенную доходность, так и достигаемую за счет формата ETF диверсификацию. На данный момент общий объем активов в рамках CLO ETF составляет лишь

около 3 % от рынка CLO, насчитывающего около \$1 трлн, но за последний год этот объем удвоился.

Наибольшей популярностью пользуются CLO ETF, ориентирующиеся на старшие транши секьюритизации с рейтингом AAA. Стоит отметить, что даже фонды, в названии которых заявлена рейтинговая категория AAA, нередко содержат в своей структуре и транши менее высокого кредитного уровня. Большинство крупных фондов, таких как BlackRock AAA CLO ETF или iShares AAA CLO Active ETF, следуют пассивному методу управления и опираются на бенчмарк JP Morgan CLOIE AAA Index. Подробнее о нескольких примерах CLO ETF можно узнать в Таблице 1 или при помощи функционала «Сравнение ETF & Funds» на сайте Cbonds.

Таблица 1. Сравнение параметров CLO ETF

Источник: Cbonds

Параметр	BlackRock AAA CLO ETF (USD)	VanEck CLO ETF (USD)	AAM Crescent CLO ETF (USD)
Бенчмарк	JP Morgan CLOIE AAA Index	– (активный, CLO инвестиционного уровня)	J.P. Morgan US CLOIE IG Index
Коэффициент общих расходов, %	0.2	0.36	0.49
СЧА фонда, млн USD, на 18.03.2026	1568.79	1320	–
СЧА на акцию, USD, на 18.03.2026	51.78	52.65	–
Выплата дохода	12 раз в год	12 раз в год	12 раз в год
Доходность — 1 год, %	5.35	1.96	NA (запуск — 22.10.2025, за 3 мес. доходность = 0.91%)

Острая волатильность на рынке, возникшая в результате оглашения «взаимных тарифов» США в начале апреля прошлого года, стала стресс-тестом для рынка и, в частности, для CLO и ETF на их основе. Результат, выраженный в величине расширения кредитного спреда, для старших траншей CLO категории AAA на рынке фиксированной доходности США уступил только сегменту корпоративных облигаций инвестиционного качества (IG). Таким образом, негативное влияние шока оказалось крайне ограниченным, что в условиях глобальной турбулентности повышает привлекательность CLO ETF в глазах инвесторов.

ESG-секьюритизации

Для секьюритизаций, выпускаемых в рамках стандартов ESG, в частности зеленых секьюритизаций, наблюдается рост требовательности рынка к их структурированию и реальному соответствию регуляторным нормам. Это объясняется распространением практики, получившей название greenwashing — выпуска долговых продуктов, маркируемых в качестве зеленых или ESG-инструментов, но лишенных соответствующего содержательного наполнения, в том числе из-за недостаточно четких критериев использования привлеченных в рамках размещения средств. Интерес инвесторов к секьюритизациям ESG-тематики

становится более избирательным и сегментированным.

При этом 2025 г. принес возросшую популярность такой родственной зеленым выпускам структуре, как секьюритизации, привязанные к возобновляемым источникам энергии (renewables-linked securitization). В таком случае объектом секьюритизации выступает денежный поток проекта, связанного с производством возобновляемой энергии, например солнечной электростанции. Наибольшей популярностью подобные инструменты пользуются в ЕС.

Секьюритизации в стиле High-Tech

Секьюритизационные выпуски часто сталкиваются с проблемой недостатка ликвидности, а также имеют комплексную структуру с несколькими траншами с разной очередностью выплат держателям. Токенизация активов призвана привнести в торговлю данным классом инструментов большую прозрачность и ускорить заключение сделок, а также сделать возможными транзакции вне стандартных торговых часов. Смарт-контракты могут рассматриваться как путь снижения транзакционных издержек для автоматического исполнения необходимых действий при наступлении оговоренных условиями бумаги событий. Также перспективным направлением является интеграция ИИ в структурирование секьюритизаций,

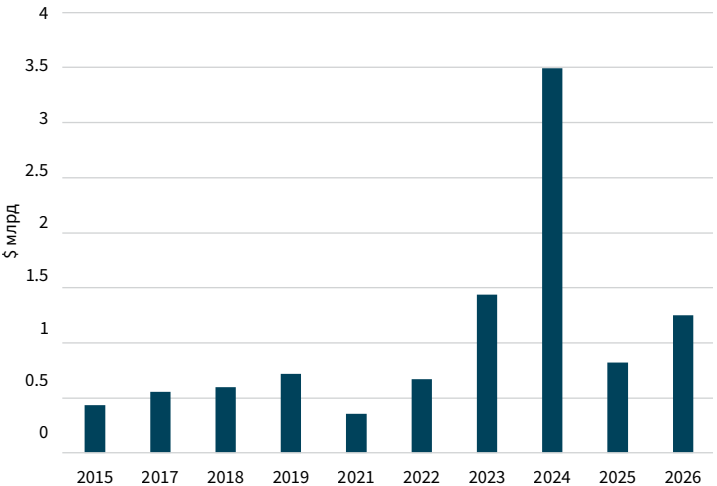


Рисунок 4
Динамика размещения ESG-евроблигаций, являющихся секьюритизациями
Источник: Cbonds

в частности процесс выбора пула базовых активов, а также в сопровождение бумаг в процессе их обращения.

Тем не менее на практическом уровне внедрение этих инструментов в «промышленный» контур рынка секьюритизации сталкивается с рядом сложностей. Так, для расширенного внедрения ИИ требуются стандартизация форматов хранения данных и отчетности, а также наличие надежных и интероперабельных торговых платформ.

С точки зрения токенизации активов проблема заключается в том, что на практическом уровне эксперименты в этой области (уже насчитывается более \$25 млрд токенизированных реальных активов реально мира — RWA) сталкиваются с низкими объемами торгов на вторичном рынке и недостатком прозрачности. Скорость внедрения соответствующих инноваций в секьюритизационный рынок будет напрямую зависеть от готовности регуляторов предоставлять соответствующие стимулы участникам рынка.

Секьюритизация лизинга морских контейнеров

Хотя временные рамки анализа в данном обзоре ограничиваются 2025 г., недавняя эскалация конфлик-

та США с Ираном вынуждает обратить внимание на то, что геополитические или регуляторные шоки могут оказывать существенное воздействие на структуры и привлекательность отдельных типов секьюритизированных продуктов.

Недоступность части морских танкеров, запертых в Ормузском проливе, и общее удлинение логистических маршрутов создали дефицит на рынке лизинга морских контейнеров. Компании, ведущие такой бизнес, являются активными оригинаторами секьюритизаций в формате ABS, обеспеченных контейнерами. Текущая ситуация расширяет их денежные потоки.

Ранее в 2025 г. в связи с атаками хуситов на контейнерные суда в Красном море влияние на денежные потоки профильных лизинговых компаний оказалось столь существенным, что ряд оригинаторов, Textainer и Seacube, сумели разместить на рынке секьюритизированные продукты с нетипичной для них структурой — с большей долей мезонинного, «младшего», долга. Это еще раз подчеркивает разнообразность рынка секьюритизаций, его гибкость и, следовательно, способность порождать антициклические продукты.



Михаил СОРОКИН,
специалист отдела
отчетности и долговых
рынков России, СНГ
и Китая, Cbonds

Рынок секьюритизаций КНР: итоги 2025 г. и ожидания

Объем новых выпусков на рынке секьюритизаций Китая в 2025 г. вырос на 14 % в годовом исчислении и составил 2.326 трлн юаней. Забегая вперед, скажем, что, по ожиданиям экспертов, объем выпуска в 2026 г. останется на прежнем уровне.

Год закончился ростом объемов выпусков в рамках каждой из трех регуляторных схем. Напоминаем, что рынок секьюритизации в КНР не является единым с институциональной точки зрения, так как исторически он появился не так давно — пилотные проекты начались в 2005 г., а полномасштабное развитие рынка — лишь с 2014 г., но с тех пор рынок вырос и достиг больших масштабов. И, как сказано выше, существуют три институциональные схемы для выпуска секьюритизаций, которые управляются различными регуляторными органами (статистика выпуска представлена ниже (Рисунок 1).

Объемы выпусков в рамках схемы под управлением Китайской комиссии по регулированию ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission, CSRC)

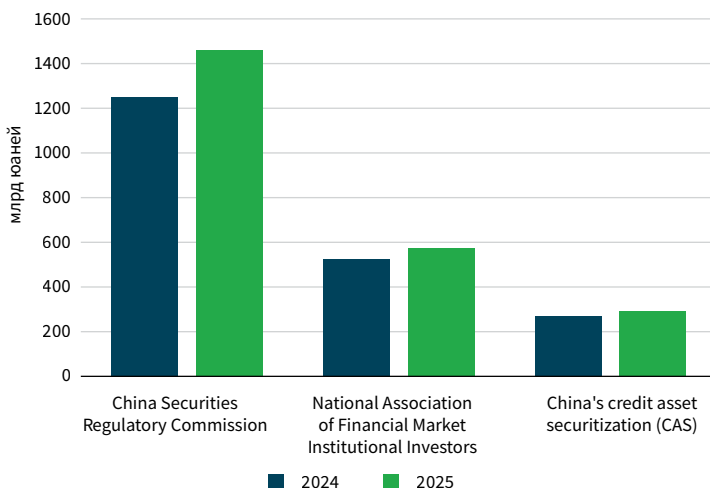
в 2025 г. выросли на 17 % — до 1.46 трлн юаней. Этот рост в основном был обусловлен увеличением объема эмиссий, обеспеченных активами в виде дебиторской задолженности по лизингу, потребительскими кредитами, а также кредитами малым предприятиям.

Объем выпущенных секьюритизаций в рамках схемы под управлением Национальной ассоциации институциональных инвесторов финансового рынка (National Association of Financial Market Institutional Investors, NAFMII) в 2025 г. вырос на 9.3 % — до 573 млрд юаней. Это произошло в основном за счет эмиссий секьюритизаций трастовыми компаниями, обеспеченных микрокредитами.

Объем эмиссии в рамках схемы CAS (China's credit asset securitization), управляемой Народным банком Китая и Национальной администрацией по финансовому регулированию, вырос на 8 % — до 292 млрд юаней в 2025 г. Эмиссии, обеспеченные просроченными кредитами (NPL), выросли на 61 % в 2025 г. и составили значительную долю эмиссии в рамках данной программы.

Рисунок 1
Структура выпусков
секьюритизаций
по ответственному
регулятору
в 2024 и 2025 гг.

Источник: S&P Global



Секьюритизации, обеспеченные лизингом оборудования, в прошлом году остались одним из основных видов базовых активов: объем их выпуска в 2025 г. достиг 358 млрд юаней, что составляет около 15 % от общего объема эмиссии секьюритизаций. Объем выпуска и доля в общем объеме выпуска ABS оставались на аналогичном уровне в течение последних трех лет, и нет факторов, которые бы говорили о замедлении.

Объем выпуска секьюритизаций, связанных с квази-фондами недвижимости (quasi-REIT) и инфраструктурными REIT, в 2025 г. составил более 150 млрд юаней, что представляет собой значительную долю от общего объема выпусков в 2025 г.

Тем не менее не во всех секторах наблюдалась позитивная тенденция. Объем эмиссии автокредитных ABS (Рисунок 2) сокращается уже четыре года подряд, в первую очередь из-за усиления конкуренции со стороны банков, что привело к замедлению темпов выдачи кредитов. В 2025 г. общий объем эмиссии сократился примерно на 9 % и составил меньше 120 млрд юаней. Однако эксперты предполагают, что объемы выпуска секьюритизаций автомобильных кредитов восстановятся в 2026 г. после достижения дна в прошлом году — в середине 2025 г. регулирующие органы выпустили рекомендации, советуя

банкам избегать агрессивной конкуренции в сфере выдачи автокредитов. С тех пор доля автомобильных кредитов, выдаваемых компаниями, занимающимися подобным финансированием, постепенно восстанавливается.

Также продолжают проблемы в сфере ипотечного кредитования — с февраля 2022 г. выпуск RMBS (ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой) фактически приостановился. В прошлом году также не было ни одного нового выпуска. Среди определяющих факторов — спад на рынке жилой недвижимости, точнее, затяжной кризис, начавшийся в 2020 г. Прогнозы касательно 2026 г. тоже неутешительны — эксперты прогнозируют дальнейшее снижение продаж недвижимости на 6–7 %.

Выпуск секьюритизаций потребительских кредитов показывает двойственную динамику (Рисунок 2). Объем эмиссии ABS потребительского кредитования в рамках схемы CAS вырос до 31 млрд юаней в 2025 г., что на 29 % больше, чем в 2024 г., однако секьюритизации, выпущенные лицензированными компаниями по выдаче, составляют около 40 % ВВП уже долгое время (для сравнения: в США этот показатель снизился более чем на 60 %). Это связано с изменениями регуляторных правил, теперь больший акцент делается на трастовые компании. На 2026 г. ожидания

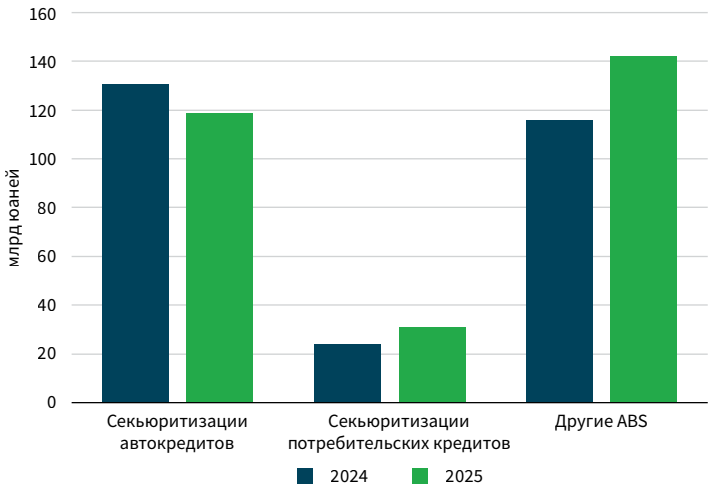


Рисунок 2
Структура выпусков секьюритизаций (в рамках схемы CAS) по типам в 2024 и 2025 гг.
Источник: S&P Global

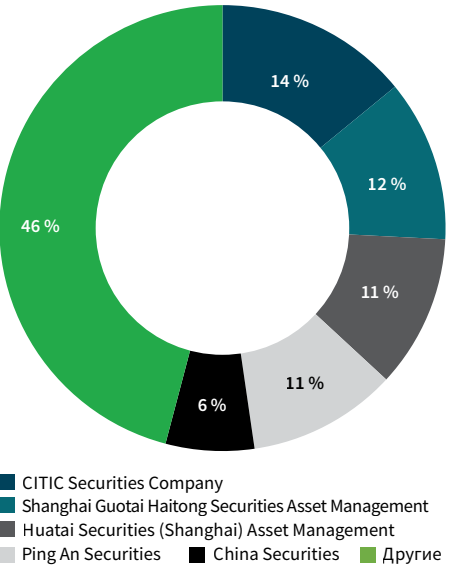
умеренно негативные, так как рост розничных продаж прогнозируется скромным, примерно 2–3 %. Это давняя структурная проблема китайской экономики — потребительские расходы составляют около 40 % от ВВП уже долгое время (для сравнения: в США — 65 %), тем не менее какого-то существенного прогресса не произошло, несмотря на усилия правительства КНР увеличить внутреннее потребление.

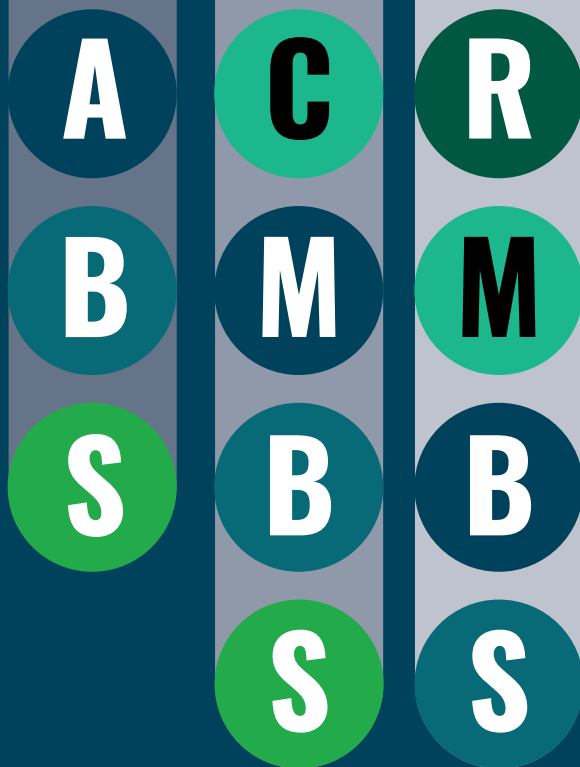
Относительно конкретных компаний, занимающихся выпуском секьюритизаций на биржевом сегменте (Шанхайской и Шэньчжэньской биржах), можно отметить CITIC Securities, Shanghai Guotai Haitong Securities Asset Management, Huatai Securities (Shanghai) Asset Management, Ping An Securities и China Securities. В совокупности данные организации на этом рынке ответственны более чем за половину выпуска новых секьюритизаций в прошлом году (Рисунок 3).

Как мы уже отметили, по прогнозам рынок секьюритизаций КНР после роста в 2025-м в этом году останется на том же уровне объемов новых выпусков. Несмотря на продолжающиеся негативные тенденции в сегментах ипотечного и потребительского кредитования, это может компенсироваться увеличением выпуска секьюритизаций, связанных

с квази-фондами недвижимости (quasi-REIT) и инфраструктурными REIT, а также с автомобильным кредитованием.

Рисунок 3
Доли компаний-эмитентов в объеме размещенных секьюритизаций на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах в 2025 г.
Источник: Cbonds





Секьюритизация ипотеки



Андрей СУЧКОВ,
заместитель руководителя
Департамента инвестиционных
продуктов — начальник
Управления секьюритизации —
старший вице-президент,
Банк ВТБ (ПАО)

Новый рекорд установлен, но вопросы остаются

Прошедший 2025 г. был для российского рынка ипотечного кредитования, первичного ипотечного рынка, очень непростым. Он начался с резкого падения выдачи, которая за первое полугодие сократилась вдвое по сравнению с аналогичным периодом 2024 г. Основной причиной такой динамики было последовательное ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП). Вслед за ростом ключевой ставки до 21% средняя ставка по рыночной ипотеке вышла в январе 2025-го на уровень 29%, т. е. стала абсолютно запретительной, что привело к фактическому обвалу предоставления кредитов. Переход к постепенному смягчению ДКП, начавшийся во втором полугодии, привел сначала к некоторому замедлению падения, а с осени выдача кредитов стала постепенно расти. Однако, несмотря на заметное снижение, средние ставки по рыночной ипотеке в конце года превышали 21% и доступными не стали.

В этой ситуации основным фактором развития ипотечного рынка оставались льготные программы, более того, значе-

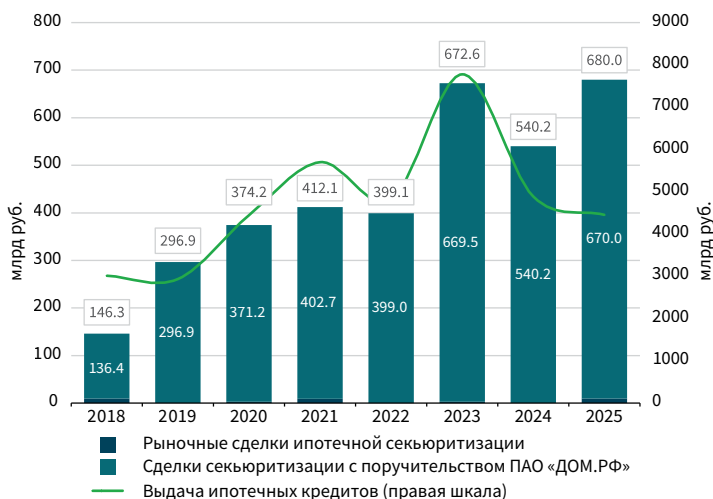
ние ипотеки с государственной поддержкой продолжало усиливаться. В отдельные месяцы года доля ипотеки с господдержкой в общем объеме предоставленных кредитов превышала 80%. Настоящий всплеск выдачи пришелся на декабрь, когда в ожидании ужесточения условий по семейной ипотеке, которые вступали в силу с 1 февраля 2026 г., спрос на нее резко вырос. В результате общая выдача за декабрь составила 811 млрд руб., из которых на льготные программы (и прежде всего на семейную ипотеку) пришлось 661 млрд руб., или 81.5%.

По итогам 2025 г. общий объем выдачи в рамках льготных программ показал небольшой рост в 2% по сравнению с 2024-м, а спад пришелся на рыночные ипотечные кредиты, объем предоставления которых уменьшился на 42%.

Общее снижение объема предоставленных за год ипотечных кредитов составило 9%, что стало заметно меньше прогнозов не только середины, но и конца года, когда большинство экспертов ожидали спада на 20%. Рекордный декабрь помог несколько сгладить ситуацию.

Рисунок 1
Выдача ипотечных
кредитов
и объем ипотечной
секьюритизации
в России

Источники: Банк России,
ПАО «ДОМ.РФ», Cbonds.ru,
расчет Банка ВТБ (ПАО)



А вот динамика вторичного ипотечного рынка, рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), т. е. ипотечной секьюритизации, была прямо противоположной. За год выпущено ИЦБ на 680 млрд руб., что на 25% больше, чем в 2024 г., и больше, чем в рекордном 2023-м, который был также рекордным и по выдаче ипотеки (Рисунок 1).

Всего в 2025 г. закрыто 12 сделок, из которых 11 — сделки по программе ДОМ.РФ, на которые пришлось 98.5% от всего объема ипотечной секьюритизации. В качестве originаторов выпусков облигаций ДОМ.РФ выступили всего пять банков. Свою тринадцатую сделку реализовал ВТБ, а общий объем его ИЦБ, выпущенных в рамках программы, составил 1.24 трлн руб. Очередные сделки закрыли Банк ДОМ.РФ и Металлинвестбанк. Первые выпуски ипотечных облигаций, чего мы давно ожидали, разместил Альфа-Банк. Беспрецедентный результат показал Сбер, закрыв шесть сделок на 454 млрд руб., это 67% от общего объема, при этом две его сделки — почти на 200 млрд руб. — пришлись на декабрь, что и позволило выйти на общий рекорд по итогам года. Единственной рыночной сделкой вне программы стал выпуск ипотечных облигаций Т-Банка (Таблица 1).

Доля ИЦБ в общем объеме эмиссии корпоративных облигаций, который тоже в прошлом году был рекордным, составила 7.2%. А доля ипотечных бумаг в эмис-

сии облигаций компаний финансового сектора, куда входят и банки, выросла до 35%. Доля эмиссии ипотечных бумаг в выдаче жилищных ипотечных кредитов (один из основных показателей уровня развития секьюритизации) за прошлый год увеличилась до 15%, что и по международным меркам вполне приличный результат. Правда, это произошло на фоне общего снижения выдачи.

Подобная парадоксальная, на первый взгляд, ситуация связана в том числе с тем, что жесткой взаимосвязи между первичным и вторичным ипотечными рынками у нас нет и ипотечная секьюритизация в последние годы не выполняет у нас свою главную по определению функцию — механизма привлечения долгосрочных ресурсов для фондирования новой выдачи, для чего требуется продажа ИЦБ инвесторам.

В прошлом году из 12 сделок 11 по программе ДОМ.РФ были практически полностью выкуплены банками-оригинаторами себе на баланс. Одна классическая рейтингованная сделка — сделка Т-Банка — была изначально ориентирована на продажу в рынок. Старший транш с рейтингом AAA(ru.sf) объемом 8.5 млрд руб. размещался среди инвесторов, в том числе физических лиц. Облигации Т-Банка были обеспечены нецелевыми ипотечными кредитами под залог жилья, ставка по которым позволяла предложить инвесторам интерес-

Таблица 1
Эмиссия ипотечных облигаций в 2025 г.
Источники: ПАО ДОМ.РФ, Cbonds.ru, расчет Банка ВТБ (ПАО)

№	Оригинатор	Эмитент	Дата размещения	Объем эмиссии, млн руб.	Состав обеспечения*	Средневзвешенная процентная ставка по кредитам в обеспечении
1	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	27.01.2025	1999	100 % — ГЖ	11.66
2	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	27.01.2025	63 454	100 % — ГЖ	4.78
3	ПАО АКБ «Металлинвестбанк»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	27.05.2025	6399	66.95 % — ГЖ, 33.05 % — ДДУ	5.90
4	АО «Альфа-Банк»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	26.06.2025	35 376	100 % — ГЖ	5.84
5	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	11.07.2025	86 337	100 % — ГЖ	18.28
6	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	11.07.2025	102 742	45.69 % — ГЖ, 54.31 % — ДДУ	5.22
7	Банк ВТБ (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	01.08.2025	90 003	100 % — ГЖ	9.83
8	АО «ТБанк»	Ипотечный агент ТБ-2	05.08.2025	10 000	100 % — ГЖ	28.55
9	АО «Альфа-Банк»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	13.11.2025	66 027	100 % — ГЖ	6.03
10	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	19.12.2025	47 563	96.11 % — ГЖ, 3.89 % — ДДУ	19.70
11	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	19.12.2025	151 862	40.79 % — ГЖ, 59.21 % — ДДУ	5.62
12	АО «Банк ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	24.12.2025	18 250	100 % — ГЖ	6.47
Всего:				680 012		

* ГЖ — требования, обеспеченные ипотекой (готовое жилье), ДДУ — требования, обеспеченные залогом прав требования участника долевого строительства.

ный купон. Но это менее 1.5% от общего объема эмиссии ИЦБ прошлого года.

Все бумаги с поручительством ДОМ.РФ были приняты банками-оригинаторами себе на баланс, что давало им ощутимые выгоды.

Во-первых, привлечение краткосрочной ликвидности через операции РЕПО.

Общий объем сделок РЕПО составил в 2025 г. 11.04 трлн руб., и подавляющая часть операций пришлась на сделки с Центральным контрагентом (ЦК), при том что доля биржевого РЕПО с Казначейством России, которая была преобладающей в предыдущие годы, резко сократилась. Включение ИЦБ ДОМ.РФ в состав клиринговых сертификатов участия (КСУ) дает дополнительную возможность для наращивания операций РЕПО с ЦК, проводимых Казначейством России, однако информация о структуре КСУ не раскрывается, а поэтому дать точную оценку общего объема РЕПО с ипотечными облигациями ДОМ.РФ не представляется возможным.

Очевидно, что операции РЕПО остаются главным механизмом использования

ИЦБ с целью привлечения краткосрочных ресурсов.

Введение национального норматива краткосрочной ликвидности, в соответствии с которым с октября 2025 г. банки могут в состав высоколиквидных активов включать не более 30% выпуска ценных бумаг, размещенных после 01.01.2025, стало дополнительным стимулом к увеличению операций РЕПО с ИЦБ.

Существующая возможность учитывать ипотечные бумаги как высоколиквидный актив остается существенным нормативно-регуляторным фактором при организации сделок секьюритизации.

Во-вторых, замена закладных на ИЦБ на балансе дает снижение нагрузки на капитал, с учетом того что RWA по бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%.

Степень снижения нагрузки на капитал в результате замены ипотечных кредитов на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ на балансе отдельных банков может существенно различаться. Это зависит как от рисковых характеристик

базового портфеля, так и от методики расчета риск-весов. Использование банком согласованного подхода на основе внутренних рейтингов (ПВР) делает эту регуляторную выгоду, как правило, менее весомой.

С 2030 г. все системно значимые банки при оценке величины кредитного риска будут должны перейти на ПВР, однако уже сегодня на банки, применяющие данный подход, приходится подавляющая доля ипотечного портфеля.

В-третьих, это налоговая выгода. Ставка налогообложения процентного дохода по ИЦБ также равна 20%.

В целом ситуация, когда банки-оригинаторы выкупают ИЦБ себе на баланс, вполне нормальна. Более того, в периоды повышенной финансово-экономической неопределенности она типична, в том числе и для европейского рынка, и в начале года мы подобную структуру вложений и ожидали. Учитывая средневзвешенную доходность портфелей и уровень рыночных ставок, банки в большинстве случаев не могли предложить бумагу с привлекательной доходностью, если бы продавали без дисконта.

Сделки прошлого года по программе ДОМ.РФ различались по составу и структуре обеспечения, доходности портфеля, характеристикам купона. При этом, несмотря на жесткие финансовые условия, некоторые из них могли бы найти спрос со стороны инвесторов. Прежде всего это ипотечные облигации, обеспеченные свежевыванными рыночными кредитами, т. е. кредитами с высокой ставкой, и такие выпуски были.

Значительная часть сделок была обеспечена кредитами по льготным программам. Доля кредитов с господдержкой в покрытии выпусков ИЦБ ДОМ.РФ выросла в 2025 г. до 66 с 30% (2024 г.). Доходность таких бумаг привязана к ключевой ставке Банка России и может быть рыночно привлекательной. В прошлом году мы видели ряд сделок с плавающей ставкой КС+. Аппетит инвесторов в этом случае будет зависеть от спреда к ключевой ставке в предлагаемом по облигациям купоне, что в свою очередь связано с уровнями возмещения Минфином России доходности банков по льготным кре-

дитам, т. е. величины субсидии, которая рассчитывается исходя из надбавки к КС. В соответствии с решениями Минфина России уровень этой надбавки по семейной ипотеке колеблется в последние годы от 1.5 до 4% и с 1 января 2026 г. составляет 2%. С учетом затрат по сделке секьюритизации конечная величина спреда по купону ИЦБ будет заметно меньше. В предлагаемых в прошлом году сделках с плавающим купоном доходность составляла от КС + 0.5 п. п. до КС + 0.96 п. п., что выглядело не слишком привлекательно для инвесторов.

Однако попыток продать в рынок ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ, обеспеченные льготными или рыночными кредитами, в прошлом году практически не предпринималось.

Но беспокоит то, что подобное положение, когда оригинаторы берут себе на баланс львиную долю выпусков, длится у нас уже 6 лет, с начала пандемии, включая периоды, когда рыночная ситуация была относительно благоприятна и бумаги можно было продать. Последним годом, когда значительная сумма ипотечных облигаций была размещена среди инвесторов, стал 2019-й, ВТБ тогда продал в рынок ИЦБ более чем на 200 млрд руб. С 2020 г. этот процесс остановился.

Общий объем торгов ипотечными облигациями составил в 2025 г. 5.5 млрд руб. по сравнению с 75 млрд руб. в 2021 г. С учетом того что по итогам года в обращении находилось 80 выпусков ИЦБ ДОМ.РФ на 2.1 трлн руб., это ничтожно мало.

При этом бумаги удовлетворяют требованиям по инвестированию средств пенсионных накоплений и пенсионных резервов, страховых резервов и собственных средств страховщиков, временно свободных средств госкомпаний и госкорпораций. В свое время во многом благодаря усилиям ДОМ.РФ был утвержден специальный 5%-ный лимит на вложение пенсионных накоплений в ипотечные бумаги. Сегодня доля вложений пенсионных накоплений в ИЦБ у крупнейших НПФ существенно ниже 1%, самая высокая среди них доля у НПФ Газфонда — 0.5%. И их тоже не упрекнешь — нужна рыночная доходность. Но главное, с потенциальными инвесторами нужно работать.

А без продажи в рынок ИЦБ не только не играют роли инструмента привлечения долгосрочных ресурсов, но и не выполняют свою вторую важнейшую функцию, функцию управления и минимизации процентного риска — главного риска долгосрочного ипотечного кредитования по фиксированной ставке, с которым наши кредиторы столкнулись в прошлом году.

Ситуация по своим исходным предпосылкам напоминала ситуацию в США в 80-х гг. прошлого века, когда обрушилась система ссудо-сберегательных ассоциаций, о чем мы писали в «Энциклопедии российской секьюритизации — 2025». С целью борьбы с инфляцией ФРС долго держал ставку на самом высоком уровне, вплоть до 20%. В результате система *savings&loans*, специализирующаяся на ипотечном кредитовании, рухнула, что стало крупнейшим банковским кризисом со времен Великой депрессии. Тогда и пришли к выводу, что фиксированную ипотеку нужно полностью секьюритизировать и продавать с баланса, и этот процесс пошел по нарастающей.

У нас по итогам прошлого года портфель вместе с секьюритизацией оценивается в 23 трлн руб., из которых доля рыночной ипотеки составляет 45 %, или порядка 10 трлн руб. Из этого объема примерно 1 трлн руб. — это кредиты, выданные в течение года по высокой ставке, остальные 9 трлн руб. были сформированы ранее — в период низких ставок, они и несли процентный риск, который реализовался. По самому общему расчету при стоимости фондирования банков в 2025 г. в 13–14 % и средней ставке по старой рыночной ипотеке в 10–11 % отрицательный разрыв по портфелю в 9 трлн руб. составляет 270–360 млрд руб. за 2025 г. — вот она стоимость процентного риска.

И подобная ситуация у нас случается не первый раз.

Впервые мы столкнулись с всплеском процентного риска в результате финансового кризиса 2008–2009 гг. Ипотечные портфели многих российских кредиторов ушли в минус, выдача в 2009 г. сократилась в 3.5 раза. Но размер самих портфелей как в абсолютном, так и в относительном значении тогда был сравнительно невелик. Второй раз это случилось в кон-

це 2014-го — начале 2015 г., когда ключевая ставка выросла до 17 %. Многие банки просто остановили ипотечное кредитование. Но Банк России достаточно быстро начал снижать ставку, а в марте 2015-го была принята государственная программа субсидирования ставки по кредитам на новостройки, что помогло ипотечной индустрии выйти из ступора.

И, наконец, прошлый год, вернее, два прошлых года, поскольку вопрос процентного риска уже вовсю проявился в 2024 г. Ситуация могла бы быть гораздо хуже, если бы не растущая в последнее время доля льготных кредитов в портфеле, где процентный риск фактически берет бюджет. Доля этих кредитов к концу года составила 55 %, и это, конечно, сгладило остроту проблемы.

Даст ли очередной случившийся всплеск процентного риска в ипотеке импульс к развитию рыночной секьюритизации как инструменту управления этими рисками (как это было в США в 1980–90-х гг.)? Мы это увидим по мере восстановления первичного ипотечного рынка, на что очень рассчитываем уже в этом году. При этом по всем прогнозам ставки продолжат снижаться, а доля рыночной ипотеки в выдаче начнет ощутимо расти.

Надежность ипотечных облигаций не вызывает сомнения, что связано не только с поручительством ДОМ.РФ, но и с высоким качеством портфеля. Доля просрочки свыше 90 дней по кредитам в обеспечении программных выпусков составила на конец прошлого года 0.3 % против 1.2 % по банковской системе в целом. Нормативно-регуляторный режим для ИЦБ ДОМ.РФ весьма благоприятен, по некоторым параметрам он даже сравним с ОФЗ. Что еще можно было бы сделать для придания импульса развитию рынка, какие государственные инициативы следует реализовать? Одним из предложений, которое лежит на поверхности, может быть покупка ИЦБ за счет государственных средств. Подобный подход у нас даже практиковался, когда АИЖК покупало ипотечные облигации по итогам проводимых конкурсов. В условиях действующей сегодня программы ДОМ.РФ такой механизм будет выглядеть весьма странным. Хотя в нача-

ле 2026 г. в США президент Трамп выступил с поручением правительству о покупке ипотечных бумаг на сумму \$200 млрд с целью снижения ставки по кредитам и повышения доступности жилья, средства на которую будут взяты из резервов Фэнни Мэй и Фредди Мак. Целью нашей государственной политики в области ипотечного кредитования, безусловно, является повышение доступности кредитов для повышения доступности жилья, правда, как показала практика, корреляция между этими двумя составляющими не всегда положительная, поскольку одним из эффектов увеличения объемов льготного кредитования стал рост цен на жилье. В 2025 г. суммарные госрасходы на субсидирование льготных ипотечных программ составили 2 трлн руб. Если предположить, что часть этих средств была бы направлена на выкуп ипотечных облигаций, то в условиях высоких рыночных ставок их снижение в результате выкупа было бы относительно столь малым, что не оказало бы влияния на доступность кредитов.

Даже в условиях высоких процентных ставок дополнительным импульсом роста рыночной составляющей мог бы стать выпуск траншированных облигаций как на базе ипотечных портфелей, так и на базе уже эмитированных ИЦБ ДОМ.РФ, где отдельные классы облигаций будут структурированы на основе

определенных правил распределения денежных потоков. Классы могут отличаться уровнем риска, в том числе досрочного погашения, характеристиками купона и другими параметрами и зависеть от аппетита инвесторов с различным инвестиционным профилем. Это будет содействовать ипотечным облигациям возвращению их роли механизма финансирования новой выдачи, как это было в 2012–2019 гг. у ряда российских банков, которые активно использовали секьюритизацию в стратегии фондирования ипотечного кредитования.

Говорить о влиянии вторичного ипотечного рынка на первичный рынок кредитования можно только, если между ними существует плотная взаимосвязь, для чего рынок ИЦБ должен быть емким и ликвидным, о чем мы говорим уже много лет. Это требует совместных скоординированных действий originаторов, продавцов ИЦБ, ДОМ.РФ, направленных на формирование рыночной среды с целью увеличения объемов рыночной реализации ипотечных облигаций.

Упаковывать кредиты в бумаги и продавать их в полном объеме инвесторам — задача совсем непростая. Возможно ли это? Да, безусловно. И это подтверждает развитие секьюритизации потребительских кредитов, которое мы наблюдали в прошлом году и видим в текущем.



Павел ДОВБНЯ,
руководитель группы,
Ценовой центр,
ПАО «ДОМ.РФ»



Никита ХАНИЛО,
ведущий специалист,
Секьюритизация,
АО «Банк ДОМ.РФ»

Своп как способ фиксации купона по ИЦБ: опыт ДОМ.РФ и регуляторные вызовы

В статье рассматривается механизм фиксации ставки купона по ипотечным ценным бумагам (ИЦБ) ДОМ.РФ с использованием свопа между банком-оригинатором и ДОМ.РФ. Раскрывается экономическая природа данного инструмента, который выполняет сугубо техническую функцию трансформации процентного потока и не создает как таковой самостоятельной рыночной позиции. На основе анализа фактической динамики средневзвешенной ставки (WAC) показано, что волатильность свопов ниже значений, заложенных в нормативную калибровку для процентных производных финансовых инструментов.

ЗАЧЕМ ФИКСИРОВАТЬ СТАВКУ КУПОНА ПО ИЦБ?

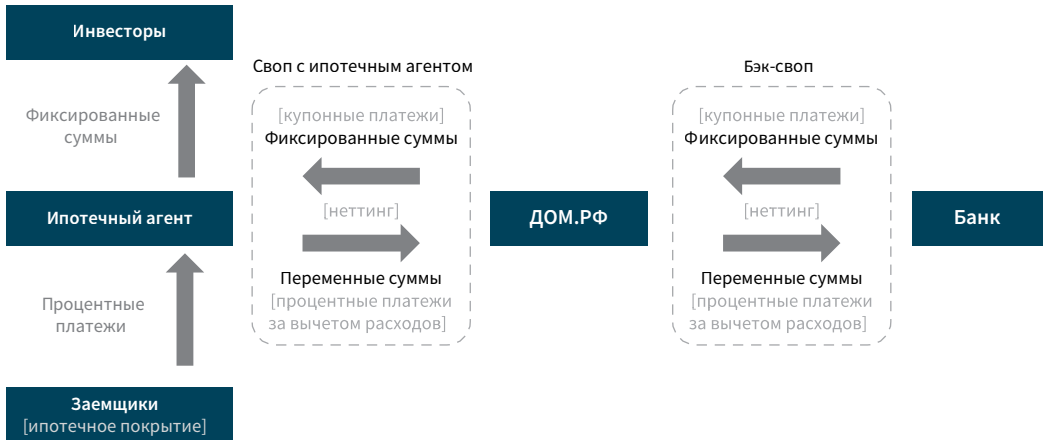
Наиболее простой формой секьюритизации ипотечных кредитов в рамках

программы ИЦБ ДОМ.РФ является выпуск однотраншевых ИЦБ с переменным купоном. В этой «сквозной» структуре платежи заемщиков по основному долгу направляются на амортизацию номинала облигаций, а процентные поступления (за вычетом расходов ипотечного агента) — на выплаты купонов.

Ставка купона по таким облигациям непостоянна и может незначительно колебаться. Во-первых, даже в максимально однородном по ставкам и срокам до погашения ипотечном покрытии средневзвешенная по остаткам долга процентная ставка (WAC, от англ. weighted-average coupon) меняется со временем. Это обусловлено не только более активным досрочным погашением кредитов с высокими ставками, но и различными темпами амортизации долга по графику по кредитам с разным сроком до погашения.

Рисунок 1. Механизм фиксации ставки купона по ИЦБ ДОМ.РФ

Источник: ДОМ.РФ



Во-вторых, статьи расходов ипотечного агента (вознаграждение сервисному агенту, специализированному депозитарию, страховые премии и т. д.) не только выплачиваются в различные даты, но и частично представляют собой фиксированные суммы, не зависящие от объема ипотечного покрытия, что создает нелинейность при пересчете в годовую ставку на остаток долга. В-третьих, даже незначительная доля заемщиков, находящихся на ипотечных или кредитных каникулах, а также изменение отдельными заемщиками дат ежемесячных платежей создают локальные отклонения в графике поступлений.

Построение адекватной модели денежного потока по таким облигациям существенно усложняется: к риску досрочных погашений также добавляется модельный риск купонных платежей. Чтобы корректно спрогнозировать купонный поток, необходимо не просто рассчитать процентный платеж по каждому кредиту, но также учесть все технические детали: изменение WAC, график расходов, наличие ипотечных каникул и т. д. Совокупность этих факторов делает моделирование трудоемким и требует доступа к детализированной информации. Кроме того, инвестор не может самостоятельно рассчитать накопленный купонный доход (НКД)

на дату продажи или приобретения облигаций без получения точных данных о ближайшей выплате от расчетного агента по облигациям. Все это в совокупности снижает привлекательность подобных инструментов для широкого круга участников рынка.

С целью минимизации модельного риска при расчете купонных платежей ДОМ.РФ применяется практика фиксации размера ставки купона по облигациям на весь срок их обращения. Неопределенность денежного потока в этом случае сводится исключительно к риску досрочных погашений. Инвестор не знает точных размеров купонных платежей в абсолютном выражении, так как они зависят от скорости погашения (амортизации) облигаций, однако знает фиксированную ставку, по которой они будут рассчитаны. Это заметно упрощает как понимание инструмента, так и его оценку.

МЕХАНИЗМ ФИКСАЦИИ СТАВКИ КУПОНА

Для фиксации ставки купона используется процентный своп между эмитентом облигаций — ипотечным агентом и ДОМ.РФ, предоставляющим поручительство по облигациям и обеспечивающим качество ипотечного покрытия через механизм выкупа дефолтных кре-

дитов по номинальной стоимости (остаток основного долга плюс накопленные проценты). Свop в данном случае — это соглашение об обмене потока будущих купонных выплат по выпуску облигаций, рассчитанных по фиксированной ставке купона (далее — фиксированные суммы), на поток будущих процентных поступлений по ипотечному покрытию за вычетом расходов ипотечного агента (далее — переменные суммы).

Дополнительно может быть заключен зеркальный свop между ДОМ.РФ и банком-оригинатором (далее — бэк-свop). В этом случае расхождения между фиксированными и переменными суммами транслируются банку-оригинатору. Если перед датой выплаты купона переменной суммы не хватает, банк-оригинатор доплачивает; если переменная сумма больше — разница перечисляется банку-оригинатору. При наличии бэк-свопа ДОМ.РФ не перестает выкупать дефолтные закладные из ипотечного покрытия в качестве поручителя. Данный механизм проиллюстрирован на Рисунке 1.

ЕДИНАЯ БАЗА НАЧИСЛЕНИЯ

В основе формирования значений фиксированных и переменных сумм лежит однозначное сопоставление между периодами начисления ставки купона по облигациям (купонные периоды) и периодами получения процентных поступлений по ипотечному покрытию (расчетные периоды). Каждому купонному периоду присваивается его расчетный период — срок, в рамках которого будут собраны процентные поступления, из которых ипотечный агент, заплатив расходы, сформирует переменную сумму. На Рисунке 2 представлена стандартная структура купонных и расчетных периодов для гипотетического выпуска облигаций с ежемесячным купоном.

Наиболее важным аспектом данной структуры является то, что непогашенный номинал выпуска облигаций, на который будет начисляться фиксированная ставка купона (например, для выплаты 28 августа), равен сумме остатков долга по кредитам на начало расчетного периода купонной выплаты (в нашем

примере — 1 июля). В этом выражается фундаментальный принцип формирования денежного потока по ИЦБ ДОМ.РФ: каждый заемщик в каждую купонную выплату вносит свой вклад в ставку купона и погашение по ИЦБ только в рамках своего кредита.

ИЦБ по сути повторяет денежный поток ипотечного покрытия, только со сдвигом примерно на 28 дней и с агрегацией разрозненных месячных поступлений в один платеж в купонную дату. Это означает, что ускорение или замедление темпа досрочного погашения кредитов не изменяет экономического соотношения между фиксированными и переменными суммами: оба потока измеряются в сопоставимом выражении — в процентах годовых, начисляемых на согласованную базу. Досрочные погашения меняют только размер базы в будущих периодах, но не являются источником расхождения между фиксированными и переменными суммами.

Единая шкала измерения позволяет естественным образом рассчитать максимальное значение фиксированной ставки, которое может обеспечить ипотечное покрытие (и которая будет зафиксирована на весь срок обращения облигации). Для начала необходимо рассчитать WAC — средневзвешенное по текущим остаткам долга значение ставки по кредитам:

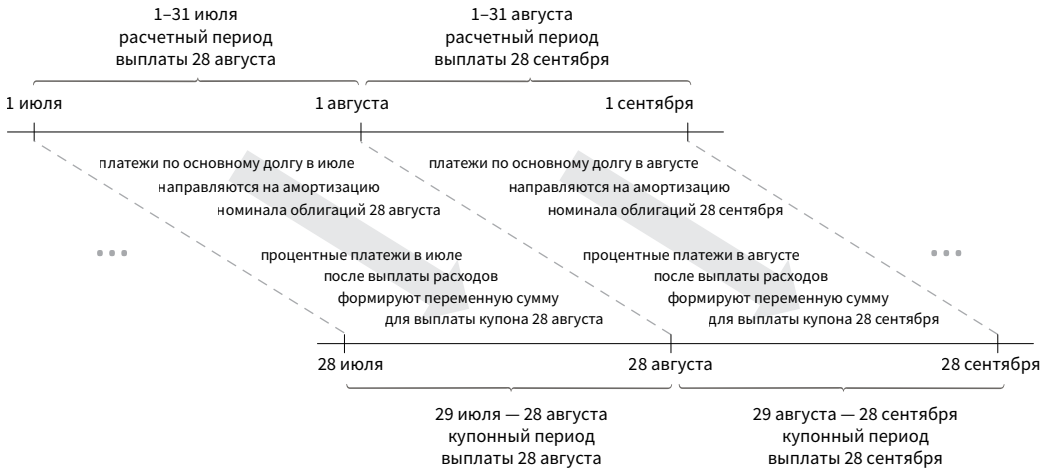
$$WAC = \frac{\sum_i \text{ставка кред.}_i \cdot \text{текущ. долг кред.}_i}{\sum_i \text{текущ. долг кред.}_i}$$

Например, если в ипотечном покрытии, которое банк-оригинатор подготовил к секьюритизации, WAC составляет 10.5% годовых, а расходы ипотечного агента в общей сумме — 1.5% годовых¹, то фиксированная ставка ежемесячного купона не должна превысить 9% годовых (и, как было замечено выше, это число практически не зависит от заложенного прогноза досрочных погашений и выходов в дефолт).

¹ Анализ расходов ипотечного агента и их перевод в годовые проценты выходят за пределы этой статьи. В случае возникновения вопросов по этой теме вы можете обратиться на calculator.support@domrf.ru.

Рисунок 2. Структурирование денежного потока по ИЦБ ДОМ.РФ

Источник: ДОМ.РФ

**БЭК-СВОП — НЕ КЛАССИЧЕСКИЙ IRS**

Вариант выпуска ИЦБ ДОМ.РФ с бэк-свопом и максимально возможной фиксированной ставкой купона без продажи инвесторам на первичном размещении пользуется большой популярностью среди originаторов. Такая структура представляется оптимальной по многим причинам. С помощью такой секьюритизации originатор не только полностью передает кредитный риск ипотечного портфеля на ДОМ.РФ, но также трансформирует неликвидный, труднопредсказуемый денежный поток по кредитам в понятные инвесторам облигации, которые потенциально может продать по более низким спредам, чем облигации без фиксированного купона.

Взамен на балансе банка появляется своп — инструмент, требующий отдельного внимания с точки зрения его оценки и учета. На первый взгляд такой своп может показаться сложным высокорискованным производным инструментом. Действительно, по юридической форме это процентный своп (обмен процентных потоков), однако по экономической цели и профилю рисков он ближе к механизму балансировки денежных потоков внутри сделки секьюритизации. Попробуем со-держательно сравнить стандартный процентный своп (IRS, от англ. Interest Rate Swap) с бэк-свопом ИЦБ ДОМ.РФ.

Отличие №1: бэк-свопы не привязаны непосредственно к волатильному рыночному индикатору. В рыночном IRS плавающая «нога», как правило, индексируется к ставке денежного рынка (например, к индикатору, связанному с ключевой ставкой) и поэтому зависит от ожиданий рынка относительно будущей траектории ставок. Переменные суммы бэк-свопа привязаны к экономике ипотечного покрытия. Они рассчитываются на базе средневзвешенной ставки по ипотечному покрытию (WAC) и фактического объема остатков долга, т. е. отражают доходность конкретного пула кредитов, а не динамику рыночной кривой. WAC при этом может изменяться со временем (в том числе из-за досрочных погашений/рефинансирования) и тем сильнее, чем более неоднороден пул по процентным ставкам. Например, если одна половина покрытия сформирована из свежих кредитов со ставками 20% годовых, а другая — из старых кредитов со ставками 7% годовых, логично ожидать резкого снижения WAC после первой волны рефинансирования кредитов со ставками 20% годовых.

Фиксированная ставка купона по ИЦБ устанавливается только для покрытий, удовлетворяющих требованиям к однородности, что снижает риск существен-

ного отклонения WAC от значения на дату размещения. На Рисунке 3 видно, что в среднем по выпускам с фиксированным купоном WAC за 5 лет с даты размещения облигаций снизился менее чем на 0.2% (т. е. если на момент размещения WAC был 10% годовых, то через 5 лет стал бы 9.98% годовых). При этом разброс вокруг среднего также невелик: у выпуска ИЦБ с максимальным снижением WAC через 5 лет уменьшение составило всего 3.3% (т. е. если на момент размещения WAC был 10% годовых, то через 5 лет стал бы 9.67% годовых). Похожая ситуация с выпуском с максимальным ростом WAC¹. В совокупности это означает, что риск дрейфа WAC признается и контролируется через критерии отбора.

Отличие № 2: у бэк-свопов существенно ниже рыночный процентный риск. Для классического IRS справедливая стоимость чувствительна к изменению рыночной кривой процентных ставок: при сдвигах кривой меняется приведенная стоимость будущих фиксированных и плавающих платежей, что, как правило, требует регулярной mark-to-market

переоценки и (при наличии соответствующих условий) маржирования. Бэк-своп в структуре ИЦБ ДОМ.РФ устроен иначе: обе «ноги» формируются на базе одного и того же ипотечного покрытия и одного и того же условного номинала (текущего остатка долга), а фиксированная ставка устанавливается исходя из ожидаемого чистого процентного потока покрытия (WAC за вычетом расходов ипотечного агента). В результате основные источники возможного расхода между фиксированными и переменными суммами связаны не с рыночной кривой ставок, а с фактической динамикой WAC, уровнем/структурой расходов и иных факторов, влияющих на сбор процентных поступлений. При соблюдении критериев отбора и достаточной однородности покрытия разница между фиксированными и переменными суммами, как правило, остается небольшой, поэтому справедливая стоимость бэк-свопа в относительном выражении обычно меняется ограниченно. Это позволяет на практике фокусироваться на переоценке на отчетные даты, а не на ежедневной переоценке, характерной для рыночных IRS.

Отличие № 3: бэк-своп не формирует самостоятельную «рыночную позицию» и не создает экономического плеча сверх ипотечного покрытия.

¹ Рост WAC в пуле может быть вызван тем, что в нем кредиты с низкими ставками и меньшими сроками погашаются быстрее, чем кредиты с высокими ставками и большими сроками.

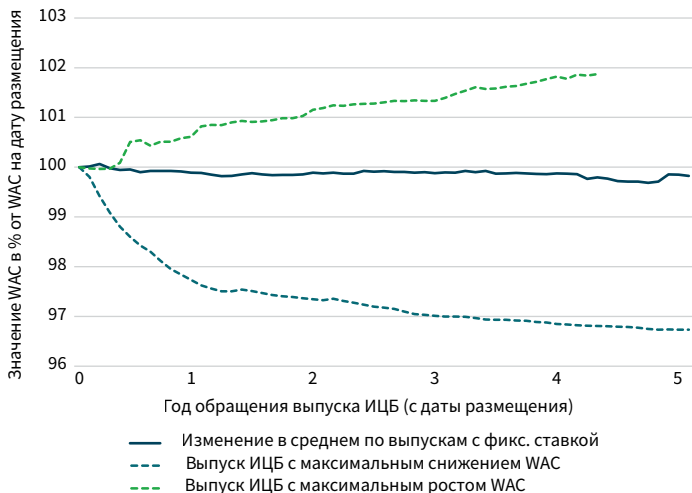


Рисунок 3
Изменение WAC в выпусках ИЦБ ДОМ.РФ с фикс. ставкой купона с течением времени
Источник: данные ДОМ.РФ

Классический IRS может существовать в отрыве от реальных активов участников: его номинал условен и используется только для расчета процентных платежей. Для участия в сделке с номиналом 1 млрд руб. сторонам не нужно его иметь. При отсутствии должного контроля со стороны регулятора это создает условия для неограниченного наращивания кредитного плеча и позволяет участникам открывать позиции, многократно превышающие их реальные активы и способность отвечать по обязательствам. В отличие от IRS номинал бэк-свопов всегда равен текущей сумме остатков долга по кредитам. Такие свопы не создают нового риска, а только переупаковывают уже существующий реальный денежный поток в более удобную для инвестора форму.

Отличие №4: бэк-своп выполняет глубоко техническую функцию. Рыночные IRS заключаются либо для хеджирования процентного риска (например, чтобы изменить профиль чувствительности активов/пассивов к ставкам), либо для торговых целей. Целевая функция бэк-свопов глубоко техническая — снять с инвестора в ИЦБ модельный риск расчета купонных платежей при оценке облигаций. Иными словами, это элемент механики сделки, который делает купонный поток более предсказуемым, а не самостоятельная сделка, цель которой — занять позицию относительно будущих рыночных ставок.

КЛАССИФИКАЦИЯ БЭК-СВОПА С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ НОРМАТИВНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

В соответствии с действующей нормативной базой бэк-своп классифицируется как стандартный процентный производный финансовый инструмент (ПФИ). Данная классификация влечет за собой применение к нему нормативного подхода, разработанного для сделок, базисом которых являются рыночные процентные ставки. Например, Положение Банка России от 12 января 2021 г. № 754-П относит бэк-своп к категории «Процентные ПФИ». При этом указанное Положение основывается на международном стандарте Базель III, который не учитывает особенности бэк-свопа, так как данный

инструмент не используется в международной практике.

Согласно требованиям указанного Положения величина кредитного риска по ПФИ (КРС) рассчитывается с использованием коэффициента фактора риска (КФР). Для категории «Процентные ПФИ» КФР установлен в размере 0.5%. Данный коэффициент применяется к эффективному номиналу инструмента для определения надбавки, учитываемой в дальнейшем при расчете норматива достаточности капитала банка-оригинатора.

Методология расчета КРС, закрепленная в Положении Банка России № 754-П, базируется на подходах, разработанных Базельским комитетом по банковскому надзору. В рамках этой методологии КФР (Supervisory Factor, SF) калибруется таким образом, чтобы отражать потенциальную волатильность стоимости инструмента, обусловленную изменениями его базового актива. Разработчики нормативов со стороны Базельского комитета калибровали коэффициенты, отталкиваясь от исторической волатильности рыночных индикаторов¹, и выводили значения КФР на основе формулы²:

$$\sigma = \frac{3 \cdot SF}{2 \cdot \varphi(0)} \cdot |\delta|$$

где σ — стандартное отклонение переоценки (MTM) базового актива ПФИ (в случае процентных свопов с плавающей и фиксированной «ногами» — стандартное отклонение плавающей ставки) на горизонте одного года (исчисляется в процентах от номинала ПФИ);

$|\delta|$ — дельта-коэффициент (в случае процентных свопов равен единице);

$\varphi(0)$ — значение плотности стандартного нормального распределения в нуле;

SF — коэффициент фактора риска (КФР).

¹ Basel Committee on Banking Supervision. The standardized approach for measuring counterparty credit risk exposures. March 2014 (rev. April 2014). Пункт 160 «Supervisory Factors».

² Basel Committee on Banking Supervision. Working Paper No 26. Foundations of the standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures. August 2014 (rev. June 2017). Пункт 3.1. Trade-level add-ons. Уравнение (22).

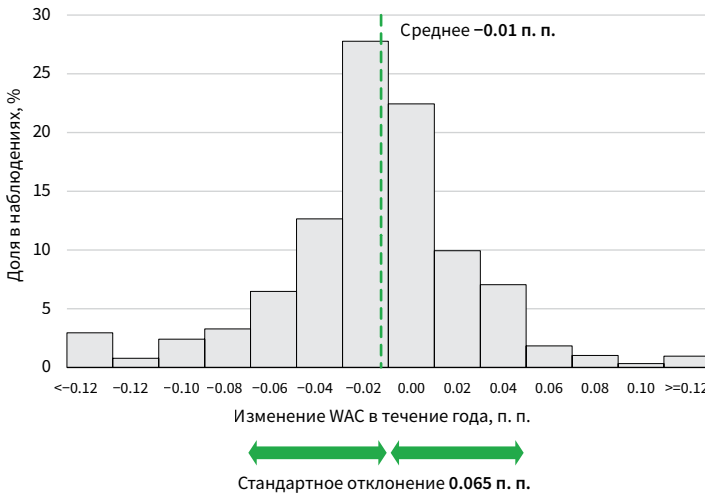


Рисунок 4
Гистограмма изменения WAC в течение года по выпускам ИЦБ ДОМ.РФ с фикс. ставкой купона
Источник: данные ДОМ.РФ

Произведя обратные вычисления и подставив в уравнение значение КФР, равное 0.5%, можно определить стандартное отклонение значения процентной ставки σ , заложенное регулятором в данный коэффициент. Результат расчета показывает, что предполагаемое стандартное отклонение плавающей процентной ставки **составляет 1.88% в годовом выражении**. Иными словами, это означает, что за год рыночная ставка в среднем отклоняется от своего текущего уровня примерно на 1.88 п. п. в ту или иную сторону: например, если ставка составляла 10% годовых, то с вероятностью около 68% (в предположении нормального распределения) через год она окажется в интервале от 8.12 до 11.88%. Такое значение характерно для рыночных процентных индикаторов.

Проведенный анализ исторических данных по выпускам ИЦБ ДОМ.РФ с фиксированным купоном (см. Рисунки 3 и 4) демонстрирует высокую степень стабильности WAC на протяжении срока жизни облигаций. Благодаря жестким критериям отбора кредитов в состав ипотечного покрытия и их однородности стандарт-

ное отклонение изменения WAC за год (а следовательно, и разницы между переменными и фиксированными суммами) составило всего 0.065% (при среднем отклонении -0.01 п. п.). Таким образом, фактическая волатильность бэк-свопа на порядок ниже волатильности, заложенной в коэффициент риска 0.5%.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Применение коэффициента, существенно превышающего реальный уровень риска бэк-свопа, создает избыточную нагрузку на капитал для банка-оригинатора и снижает экономическую целесообразность фиксации ставки купона в сделках секьюритизации. В конечном счете это сдерживает развитие секьюритизации, так как ИЦБ с фиксированной ставкой купона более привлекательны для инвесторов, чем ИЦБ с переменной ставкой. Учет экономической специфики бэк-свопов при расчете нормативов достаточности капитала позволил бы устранить это препятствие и привести регулирование в соответствие с реальным уровнем риска.



Роль секьюритизации в финансировании ипотеки для банков в условиях ограничений

Традиционная дискуссия экспертов на XII Российском ипотечном конгрессе была посвящена роли секьюритизации в финансировании ипотеки для банков в условиях ограничений, а также перспективам развития рынка секьюритизации в России.

Модератор Андрей Сучков открыл сессию, подчеркнув важность расширения круга заинтересованных банков, компаний и инвесторов для развития ликвидного рынка. Он представил обзор рынка секьюритизации ипотеки в 2025 г., отме-

тив рост выпуска ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) на фоне общего спада на первичном ипотечном рынке.

Иван Кондаков из Альфа-Банка поделился мнением о влиянии сделок ипотечной секьюритизации на капитал, объяснив, почему этот инструмент привлекателен для банков, особенно в контексте высвобождения капитала. Павел Кашицын из «Эксперт РА» рассказал о перспективах многотраншевой ипотечной секьюритизации, отметив, что, несмотря на ее редкость, в последние годы интерес инвесторов к таким продуктам

растет. Иван Махалин из компании LECAP представил новые возможности на рынке секьюритизации, включая новые классы активов и инструменты, такие как синтетическая секьюритизация.

Елена Музыкина из ДОМ.РФ подробно ответила на вопросы модератора и участников, касающиеся результатов 2025 г., перспектив рынка, стимулирования инвесторов и проблем, связанных с регулированием и риск-менеджментом. Андрей Литвинцев из Сбербанка и Андрей Королев из Совкомбанка также поделились своим видением рынка и ответили на вопросы, касающиеся стратегий и перспектив.

Обсуждение затронуло ключевые проблемы рынка, такие как отсутствие ликвидности, сложности с привлечением долгосрочных инвесторов, влияние регуляторных ограничений и необходимость адаптации продуктов к текущим рыночным условиям. Участники сошлись во мнении, что рынок обладает большим потенциалом, но требует совместных усилий регуляторов, банков и инвесторов для его полноценного развития.

ПОЗИЦИИ СПИКЕРОВ

Андрей СУЧКОВ,

заместитель руководителя
Департамента инвестиционных
продуктов — начальник Управления
секьюритизации — старший вице-
президент, Банк ВТБ (ПАО)

Модератор дискуссии подчеркнул, что главная задача конференции — привлечь к секьюритизации тех, кто ею еще не занимается, и расширить круг заинтересованных банков, компаний и инвесторов для развития реального ликвидного рынка. Он отметил, что 2025 г. был непростым для ипотечного рынка, но выпуск ИЦБ показал рост на 25%, достигнув 680 млрд руб., что является парадоксом. Это связано с тем, что ипотечная секьюритизация не выполняет свою главную функцию по привлечению долгосрочных ресурсов для фондирования новой выдачи, так как большинство сделок выкупаются банками-оригинаторами на свой баланс. Однако это дает банкам ощутимые выгоды: привлечение краткосрочной ликвидности через операции РЕПО, снижение нагрузки

на капитал и налоговые льготы. Модератор выразил надежду, что очередной всплеск процентного риска в ипотеке станет импульсом к развитию секьюритизации как инструмента управления рисками.

Иван КОНДАКОВ,

директор дирекции сложного
кредитования и структурного
финансирования, Альфа-Банк

Иван Кондаков объяснил, почему секьюритизация является привлекательным инструментом для банков. Основные плюсы включают привлечение денег, диверсификацию источников финансирования, управление процентным риском и ликвидностью, а главное — высвобождение капитала. Он подчеркнул, что высвобождение капитала является основным драйвером для реализации новых сделок, поскольку банки часто испытывают недостаток капитала для реализации новых идей. Снижение риск-взвешенных активов (RWA) достигается за счет трансформации портфеля розничных кредитов в другой набор позиций с более низким RWA. Он также отметил, что риск-вес транша является экспоненциальной, а не линейной функцией от риск-веса изначального портфеля.

Павел КАШИЦЫН,

управляющий директор
по рейтингам структурированного
финансирования, «Эксперт РА»

Павел Кашицын отметил, что многотраншевая ипотечная секьюритизация в России является «диким зверем», который редко встречается на рынке, за исключением сделок ДОМ.РФ. Однако 2025 г. показал, что инвестор на этом рынке есть и объемы многотраншевых выпусков составили порядка 230 млрд руб. Он выделил несколько проблем многотраншевой ипотеки: отсутствие готовой инфраструктуры (непонятное ценообразование, отсутствие коммитментов от организаторов), а также отсутствие резервного сервиса для небольших банков. Тем не менее он видит потенциал роста в секьюритизации кредитов с негативной кредитной историей (subprime), использовании револьверного периода для управления дюрацией и более сложных выпусках, адаптированных к условиям рынка.

Иван МАХАЛИН,
партнер, Экосистема LECAP

Иван Махалин подчеркнул, что рынок секьюритизации в России демонстрирует обратную тенденцию по сравнению с общим рынком кредитования, где наблюдается ужесточение. Он отметил позитивные изменения в регулировании, такие как возможность снижения доли удержания риска для неипотечной секьюритизации до 5% и включение ИЦБ в высоколиквидные активы (ВЛА2). Он также выразил надежду на включение национальных рейтингов в нормативную базу. Среди новых возможностей он выделил секьюритизацию микрозаймов, просроченной задолженности (NPL), интеллектуальной собственности, коммерческой недвижимости, лизинговых прав и технологической инфраструктуры (дата-центров). Он также упомянул синтетическую секьюритизацию и возможность использования договоров участия в кредите для снятия риска с баланса банка.

Елена МУЗЫКИНА,
директор подразделения
секьюритизации, ДОМ.РФ

Елена Музыкаина отметила, что результаты 2025 г. для ДОМ.РФ были успешными — с рекордным объемом секьюрити-

зации в 670 млрд руб. и 11 из 12 сделок по программе ДОМ.РФ. Она подчеркнула, что секьюритизация для ДОМ.РФ является полностью коммерческим проектом без субсидирования. ДОМ.РФ активно работает над развитием рынка, выступая маркетмейкером по всем выпускам и стремясь повысить ликвидность ИЦБ. Она видит большой потенциал в привлечении институциональных инвесторов, поскольку ИЦБ являются «фантастически надежными бумагами» с обеспечением, поручительством и госгарантией. Елена также подняла вопрос о необходимости корректировки регулирования процентных свопов для секьюритизации, чтобы снизить необоснованное давление на капитал банков.

Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
исполнительный директор управления
структурных продуктов департамента
глобальных рынков, ПАО СБЕРБАНК

Андрей Литвинцев отметил, что Сбербанк показал беспрецедентный результат, закрыв шесть сделок на 434 млрд руб., что составило 67% от общего объема выпусков. Он подчеркнул, что Сбербанк активно использует многотраншевую секьюритизацию потребительских кредитов и планирует продолжать эту практику.





Он также упомянул о планах по выпуску многотраншевых сделок с фиксированным графиком амортизации, что может быть привлекательным для инвесторов, не желающих сталкиваться с волатильностью досрочного погашения.

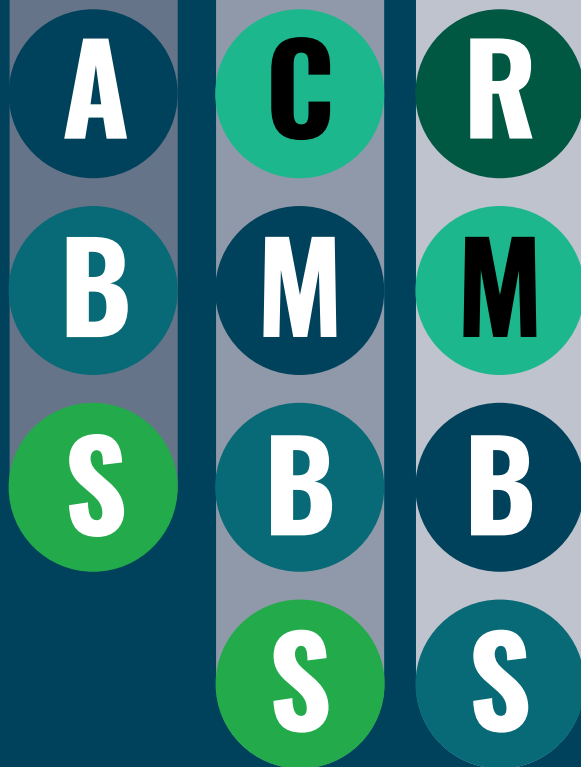
Андрей КОРОЛЕВ,
управляющий директор — начальник
управления секьюритизации
и инвестиционных решений,
ПАО «Совкомбанк»

Андрей Королёв подчеркнул, что развитие рынка секьюритизации опирается не только в экономику сделок, но и в инфраструктурные и поведенческие ограничения. Сегодня даже бумаги с риском, близким к суверенному, размещаются с заметной премией к первому и второму эшелонам, что привлекает розничных инвесторов и поддерживает ликвидность. Но для устойчивого роста этого недостаточно: рынку необходимы прозрачность и образование инвесторов. Раскрытие детальной информации, публикация моделей и понятная логика ценообразования могут значительно расширить спрос, особенно со стороны розницы. Параллельно

остаются нерешенные вопросы — от учета предрасчетного риска до ограничений для институциональных инвесторов, например страховых компаний. В совокупности это формирует повестку: рынок секьюритизации готов к росту, но его дальнейшее развитие зависит от повышения прозрачности, стандартизации и постепенного «обучения» всех участников.

ГЛАВНЫЕ ВЫВОДЫ, КОТОРЫЕ МОЖНО СДЕЛАТЬ ПО ИТОГАМ ДИСКУССИИ

- Российский рынок секьюритизации ипотеки демонстрирует устойчивость и рост объемов выпуска ИЦБ, несмотря на общие экономические вызовы, что указывает на его внутреннюю силу и адаптивность.
- Секьюритизация является мощным инструментом для банков по высвобождению капитала, управлению рисками и привлечению ликвидности, даже если большинство сделок пока остаются на балансе originаторов.
- Для дальнейшего развития рынка необходимо активное участие всех сторон — регуляторов, банков и инвесторов — в решении инфраструктур.



Рынок секьюритизации альтернативных классов активов

Видим картину целиком

Секьюритизация
от Совкомбанка





Организатор лучшей сделки секьюритизации 2025 года, по версии Cbonds Awards

Реклама

ПАО «Совкомбанк», генеральная лицензия №963

<https://cbonds.ru/awards/?ysclid=mm8yh18rp8302335201>



Ксения ПОЛЯКОВА,
директор, управление
секьюритизации
и инвестиционных
решений,
ПАО «Совкомбанк»

«СФО Совком Взыскание»: первая публичная NPL-секьюритизация в России

В марте 2026 г. ПАО «Совкомбанк» организовал размещение биржевого выпуска облигаций, обеспеченных портфелем просроченной задолженности, общим объемом 1 млрд руб. Сделка стала первой в России NPL-секьюритизацией, размещенной на бирже по открытой подписке с привлечением рыночного спроса. Появление подобных инструментов отражает растущий интерес участников финансового рынка к секьюритизации проблемных активов и расширению инструментов управления просроченной задолженностью.

РАЗВИТИЕ РЫНКА NPL-СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

В последние годы наблюдается устойчивый рост интереса к секьюритизации, включая секьюритизацию просроченной

задолженности (non-performing loans, NPL). С момента проведения первой сделки в данном сегменте прошло почти восемь лет, и за это время подобные выпуски были организованы рядом эмитентов рынка проблемной задолженности. Развитию направления способствуют как рыночная конъюнктура, так и действующий регуляторный режим.

По оценкам Банка России и отраслевых аналитиков, объем проблемных кредитов населения в России по итогам 2025 г. превысил 2,4 трлн руб. В сегменте необеспеченного потребительского кредитования доля проблемных ссуд к началу 2026 г. выросла примерно до 13% против 9% годом ранее.

Одновременно увеличиваются объемы вторичного рынка проблемной задолженности. По данным отраслевых объединений, объем портфелей про-

сроченной задолженности микрофинансовых организаций, приобретенных коллекторскими агентствами в 2025 г., составил около **110–115 млрд руб.**, что стало максимальным значением за последние несколько лет.

Такая динамика во многом обусловлена сочетанием высоких процентных ставок по кредитам и займам с более медленным ростом доходов населения на фоне сохраняющейся инфляции. В условиях действующих макропруденциальных ограничений банки, микрофинансовые организации и профессиональные коллекторские агентства все активнее ищут инструменты для эффективного управления проблемной задолженностью. Одним из таких инструментов становится секьюритизация.

ОСОБЕННОСТИ СДЕЛКИ

«СФО СОВКОМ ВЗЫСКАНИЕ»

Ключевыми преимуществами секьюритизации являются разгрузка капитала, привлечение фондирования, диверсификация источников финансирования, а также распределение рисков между участниками сделки.

Первая секьюритизация просроченной задолженности в России была реализована в 2018 г., когда ООО «СФО Инвест-Кредит Финанс» выпустило облигации

на сумму 500 млн руб. сроком на один год. В последующие годы был реализован ряд выпусков, обеспеченных портфелями проблемных кредитов, однако большинство из них размещалось внебиржевым способом среди ограниченного круга инвесторов.

Отличительной особенностью сделки ООО «СФО Совком Взыскание» стало размещение облигаций на бирже по открытой подписке.

Структура сделки предусматривает уступку Совкомбанком портфеля просроченных потребительских кредитов специализированному финансовому обществу — ООО «СФО Совком Взыскание» — с последующим выпуском обеспеченных облигаций.

Объем выпуска составил **1 млрд руб.**, срок обращения — четыре года. При этом эмитент обладает правом досрочного погашения облигаций с даты начала амортизации, т. е. через два года после размещения.

Наличие револьверного периода позволяет поддерживать фиксированный номинал облигаций, что обеспечивает инвесторам более высокую доходность при расчетном эффективном сроке около **1.8 г. (дюрация)**. Купонная ставка установлена на фиксированном уровне с учетом рыночного спроса и сопоставима

Рисунок 1. Схема сделки «СФО Совком Взыскание»



→ КЛЮЧЕВЫЕ УЧАСТНИКИ

Оригинатор, Сервисный агент, Расчетный агент, Банк залогового счета	ПАО «Совкомбанк»
Эмитент	ООО «СФО Совком Взыскание»
Администратор СФО	АО «Контрада Капитал»
ПВО	ООО «Л Си Пи Инвестор Сервисез»

с доходностью корпоративных облигаций эмитентов второго эшелона при значительно более высоком уровне кредитной поддержки.

МЕХАНИЗМЫ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ

Для защиты интересов инвесторов структура сделки предусматривает несколько механизмов кредитного усиления.

В частности, используется **пятикратное залоговое переобеспечение**: денежные поступления по портфелю регулярно аккумулируются на залоговом счете, открытом в Совкомбанке. Дополнительную защиту обеспечивает **субординированная кредитная линия в размере 20 % от номинального объема выпуска, посредством которой Совкомбанк принимает на себя риски убытков по сделке (first loss)**.

Выпуск облигаций не имеет кредитного рейтинга, поскольку на текущий момент рейтинговые агентства не разработали специализированной методологии для оценки подобных инструментов.

Моделирование структуры сделки и определение ее параметров осуществлялись на основе внутренних LGD-моделей Совкомбанка. При этом учитывались эффективность процедур взыскания на различных стадиях дефолта, статистические данные originатора, а также верификация цены сделки независимым оценщиком.

Законодательные ограничения, в том числе связанные с отсутствием кредитного рейтинга, сужают круг потенциальных инвесторов. Институциональные инвесторы в настоящее время не могут приобретать подобные инструменты, поэтому основными покупателями облигаций выступили крупные частные и розничные инвесторы.

Формированию инвестиционного спроса способствовали детальная статистика, предоставленная инвесторам, многолетний опыт Совкомбанка в структурировании и размещении секьюритизационных сделок, а также опыт эффективной работы с просроченной задолженностью.

НОВЫЕ УЧАСТНИКИ И МОДЕЛИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Ключевым фактором, стимулирующим банки к проведению сделок секьюритизации просроченной задолженности, является возможность улучшения балансовых показателей. При продаже дефолтных портфелей originator может зафиксировать положительный финансовый результат за счет **высвобождения резервов и фиксации финансового результата от продажи портфеля**. При корректном структурировании сделки рисковые позиции, сохраняемые originatorом, не оказывают существенного влияния на нормативы достаточности капитала.

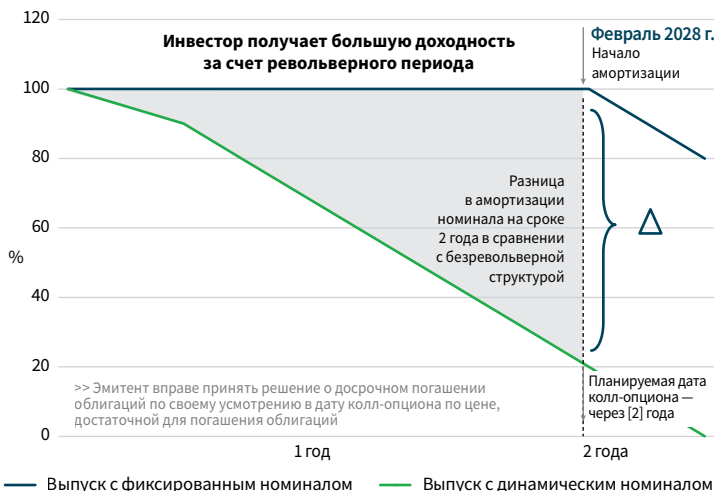


Рисунок 2
График погашения номинальной стоимости

В настоящее время интерес к секьюритизации просроченных кредитов проявляют не только банки, но и микрофинансовые организации, а также профессиональные коллекторские агентства.

Параллельно рассматриваются новые структуры сделок, отличающиеся от классических моделей секьюритизации. В частности, обсуждаются схемы приобретения портфелей проблемной задолженности на торгах с участием бридж-кредиторов, предоставляющих промежуточное финансирование. Такое финансирование может привлекаться как самим эмитентом, так и специализированным финансовым обществом до начала размещения облигаций.

Необходимость подобных механизмов связана с особенностями покупки NPL-портфелей на торгах: победитель аукциона обычно располагает ограниченным временем для оплаты активов, которого может быть недостаточно для проведения первичного размещения облигаций. Наличие бридж-кредитора позволяет оперативно финансировать покупку портфелей и не упускать инвестиционно привлекательные активы на протяжении всего срока жизни сделки, включая револьверные периоды с регулярными дополнительными покупками.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СЕГМЕНТА

В последние годы сегмент управления просроченными активами в России активно развивается. Появляются специализированные платформы для заключения сделок купли-продажи долговых портфелей, расширяется круг участни-

ков рынка, и совершенствуются финансовые инструменты.

Вместе с тем дальнейшему развитию рынка NPL-секьюритизации пока препятствует ряд факторов. Среди них — отсутствие специализированных рейтинговых методологий, законодательные ограничения, формирующие узкий круг потенциальных инвесторов, а также консервативный подход участников рынка к оценке секьюритизационных инструментов.

Решение этих вопросов требует последовательной работы со стороны регулятора, рейтинговых агентств и профессионального сообщества. Уже сегодня рейтинговые агентства отмечают потенциальный интерес рынка к сделкам секьюритизации просроченной задолженности и ведут проработку подходов к разработке соответствующих методик.

По мере увеличения числа рыночных сделок будет расти осведомленность инвесторов и накапливаться практический опыт. В результате рынок сможет сформировать более устойчивую инфраструктуру оценки и обращения подобных инструментов.

С учетом текущих тенденций можно ожидать, что сегмент NPL-секьюритизации в России обладает значительным потенциалом развития. Для инвесторов такие инструменты предоставляют возможность получения повышенной доходности при понятной структуре рисков, а для эмитентов — эффективный механизм управления капиталом и проблемными активами. В этих условиях интерес к подобным сделкам, вероятно, будет только расти.



Маргарита БЕЛЬЯНСКАЯ,
директор дирекции
рыночных сделок
и развития бизнеса,
управление
секьюритизации,
Банк ВТБ (ПАО)



Дарья АСТАХОВА,
главный менеджер
дирекции рыночных
сделок и развития
бизнеса, управление
секьюритизации,
Банк ВТБ (ПАО)

Финансовое моделирование сделок секьюритизации. Модели, которые продают

Не от благожелательности мясника, пивовара или булочника ожидаем мы получить свой обед, а от соблюдения ими своих собственных интересов.

Адам Смит

(из книги «Исследование о природе и причинах богатства народов»)

Отправной точкой при принятии решения о проведении сделки секьюритизации должны быть стратегические цели банка-оригинатора. Секьюритизация — это не самоцель, а инструмент, позволяющий решать задачи привлечения ликвидности, разгрузки капитала, снижения концентрации и уровня кредитного и процентного рисков, а также диверсификации источников фондирования. В условиях ужесточения регулирования и роста стоимости привлеченных ресурсов этот механизм закономерно приобретает все большую востребованность.

Для выполнения данных целей банку-оригинатору необходимо привлекать рыночных инвесторов. Цели инвестора достаточно просты — получить максимальный доход при минимальных рисках и диверсифицировать свой портфель.

Несмотря на многолетнее присутствие на рынке таких инструментов, как облигации с залоговым обеспечением, проведение регулярных мероприятий по повышению прозрачности сделок секьюритизации, у инвесторов периодически возникают вопросы о специфике данных сделок. Финансо-



вое моделирование является важной частью маркетингования сделки. Модель представляет собой исчерпывающее отражение условий, изложенных в эмиссионной документации, являясь своего рода зеркалом, в котором четко и наглядно отображаются все ключевые аспекты и параметры облигаций (и наоборот). Мы разработали комплексный подход моделирования денежных потоков при различных сценариях: доходность портфеля активов, которыми обеспечены облигации, рыночная конъюнктура, изменение нормативных актов и законодательства. Далее рассмотрим основные этапы моделирования сделок секьюритизации (Рисунок 1).

ЭТАП 1. АНАЛИЗ ПОРТФЕЛЯ АКТИВОВ

Банк ВТБ, являясь лидером на российском рынке секьюритизации, реализует ежегодно несколько рыночных рейтингованных выпусков. Например, совокупный объем размещенных облигаций, обеспеченных потребительскими кредитами, в 2025 г. составил 92,5 млрд руб. Каждая сделка начинается с глубокой диагностики пула активов — анализа его структурных особенностей, кредитного качества и поведенческих характеристик. На этой основе формируются и тестируются альтернативные сценарии структурирования, позволяющие определить

оптимальную конфигурацию траншей, кредитного усиления и распределения рисков. Наш опыт секьюритизации портфелей потребительских кредитов позволил выстроить системную модель мониторинга: на ежемесячной основе анализируются как параметры новых выданных, так и фактическое поведение кредитов в ретроспективе до шести лет. Такой горизонт наблюдений обеспечивает возможность оценки кредитного качества на уровне отдельных займов с учетом динамики дефолтов и их распределения во времени, изменения средневзвешенной процентной ставки, интенсивности досрочных погашений, а также уровня возвратов по просроченной задолженности до 90 дней.

ЭТАП 2. МОДЕЛИРОВАНИЕ БУДУЩЕГО ПОВЕДЕНИЯ ПОРТФЕЛЯ АКТИВОВ

Регулярный анализ как балансового портфеля Банка, так и ранее секьюритизированных пулов формирует устойчивое понимание не только текущих значений ключевых показателей, но и их ожидаемой траектории в будущем:

- качества портфеля:

CDR (Constant Default Rate) — процент кредитов в пуле, по которым заемщики не платят более 90 дней; показатель помогает оценивать возможные потери и определить качество ценных бумаг;

PD (Probability of Default) — показатель, который демонстрирует вероятность дефолта заемщика за 12 месяцев;

- потерь:

LGD (Loss Given Default) — доля потерь при дефолте;

EAD (Exposure at Default) — объем задолженности на момент дефолта;

Expected loss (EL) — базовый показатель кредитного риска;

- поведения клиентов:

CPR (Conditional Prepayment Rate) — показатель, который оценивает вероятность досрочного погашения части основного долга по кредитам в залоговом обеспечении облигаций (выражается в %); показатель помогает оценить риск досрочного погашения и его влияние на денежный поток и общую доходность инвестиций;

- доходности:

Yield/Portfolio Yield — показатель фактической доходности портфеля;

WAL (Weighted Average Life) — средневзвешенный срок портфеля кредитов.

Такие показатели, как **NPL** (Non-Performing Loans) и **Recovery rate** (доля восстановленных средств после дефолта), мы используем только при стресс-моделировании, так как по всем сделкам у нас предусмотрен механизм обратного выкупа дефолтных кредитов (право банка, выполняющего функции сервисного агента).

Особое место при моделировании занимает винтажный анализ (анализ по поколениям выдач активов), с его помощью мы можем прогнозировать будущие дефолты (построение Vintage Default Curve — кривой дефолтов по месяцам жизни кредита), Roll-Rate модель (модель вероятности перехода из одного бачета просрочки в другой), сезонность, динамику выдач и другие показатели.

ЭТАП 3. ПОСТРОЕНИЕ БАЗОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ МОДЕЛИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ (CASH FLOW)

На основе рассчитанных поведенческих параметров портфеля: кривых дефолтов, досрочных погашений и статистики восстановления графиков погашения (Recovery) — формируется периодическая (по месяцам) модель собственных денежных потоков. Отдель-

ного моделирования требует динамика средневзвешенной процентной ставки портфеля: ее эволюция определяется как амортизацией и изменением структуры оставшегося срока жизни кредитов, так и уровнем первоначального значения ставки, а также эффектом досрочных погашений. После определения профиля доходности активов и параметров структурирования сделки в модель интегрируется блок пассивов (облигации): график амортизации старшего транша, механизм распределения денежных потоков (waterfall), а также расчет купонного дохода на всем горизонте сделки с учетом приоритетов выплат. Дополняя модель инфраструктурными расходами (единовременными и операционными), а также стоимостью финансирования по субординированному инструменту (кредиту), экономически эквивалентному младшему траншу, мы получаем целостную картину экономики сделки — ее доходности, чувствительности к ключевым рискам и способности генерировать избыточный спред (доходность). Комплексное понимание поведенческой модели активов и архитектуры сделки позволяет прогнозировать величину избыточного спреда (доходности) и, как следствие, обоснованно определять потенциальный уровень купонного дохода по старшему траншу. Это создает пространство для ценового маневра и обеспечивает конкурентное позиционирование сделки на рынке институциональных инвесторов.

ЭТАП 4. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МОДЕЛИ ДЛЯ ПОЛУЧЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ

Развитая система поведенческого моделирования активов и точная калибровка структуры сделки формируют для инвестора не просто прогноз денежных потоков, а полноценную аналитическую основу для оценки инвестиционной привлекательности инструмента. Именно на этом этапе модель трансформируется из риск-аналитического инструмента в инструмент инвестиционного решения.

Прежде всего моделирование позволяет с высокой степенью точности определить **дюрацию облигаций** — срок возврата инвестиций, отражающий чув-

ствительность цены инструмента к изменению процентных ставок. В контексте секьюритизации дюрация не является статичной величиной — она определяется скоростями амортизации пула, динамикой дефолтов и досрочных погашений, а также приоритетностью распределения денежных потоков между траншами (выпусками). Корректно рассчитанная дюрация дает инвестору понимание процентного риска и поведения бумаги в различных сценариях движения ставок.

Не менее значимым параметром является **средневзвешенная доходность облигаций**, отражающая совокупную доходность по всем траншам (выпускам) с учетом их объемов и структуры купонных выплат. Этот показатель позволяет оценить общий профиль доходности сделки и соотнести его с альтернативными инструментами сопоставимых риска и срока.

Ключевым ориентиром для профессионального инвестора выступает **внутренняя норма доходности (IRR)** портфеля облигаций — интегральный показатель, учитывающий весь прогнозируемый поток купонов и погашений во времени. IRR позволяет оценить реальную эффективность вложений с учетом амортизации, особенностей waterfall и возможных стресс-сценариев. В условиях волатильного рынка именно этот показатель отражает истинную экономику инвестиций.

Дополнительно модель формирует расчет **среднего срока погашения облигаций**, который демонстрирует ожидаемый горизонт возврата основного долга. Для инвестора это не просто срок — это характеристика ликвидности капитала, скорости реинвестирования и соответствия инструмента стратегии управления активами и обязательствами.

Таким образом, комплексное моделирование позволяет инвестору видеть не абстрактную структуру сделки, а четко оцифрованный инвестиционный профиль:

- чувствительность к ставкам через дюрацию;
- ожидаемую доходность через ставку купона и IRR;
- горизонт возврата капитала через средний срок погашения облигаций.

Именно эта прозрачность, основанная на глубоком анализе активов

и корректной архитектуре сделки, формирует доверие рынка и превращает структурированный продукт в предсказуемый и управляемый инвестиционный инструмент. Мы рассматриваем инвестора не просто как стороннего контрагента, а как партнера, заинтересованного в максимальной прозрачности и эффективности вложений. Для наиболее крупных «якорных» инвесторов с высоким порогом входа наша команда предоставляет развернутую модель сделки секьюритизации и консультирует потенциальных покупателей по порядку расчетов. Каждый элемент модели тщательно структурирован, что позволяет инвесторам получить полное представление о ключевых условиях выпуска. Кроме того, инвестор может предложить другие вводные для модели на основе собственных оценок, например, поведения портфеля кредитов, чтобы проследить, как могут измениться денежные потоки в той или иной экономической ситуации. Модель представляет собой комплексную картину, которая помогает понять, как именно взаимосвязаны все составляющие сделки и что в первую очередь может повлиять на доходность и безопасность вложений.

После реализации сделки секьюритизации потребительских кредитов Банк ВТБ приступает к постпродажному моделированию выпусков, что представляет собой важный этап мониторинга состояния облигаций, целью которого является контроль соблюдения основных условий сделки, триггеров и сроков планового погашения. На основе постпродажного моделирования выпусков в Банке разработан механизм, позволяющий актуализировать прогнозный график погашения облигаций и корректно отражать доходность в биржевом стакане, что помогает инвесторам своевременно получать актуальную информацию, в том числе в процессе совершения торговых операций при выставлении заявок на покупку/продажу бумаг.

В условиях современного финансового рынка важной категорией пользователей финансовых моделей по сделкам секьюритизации стали частные инвесторы. Например, в 2021 г. при реализации нашей пилотной сделки секьюритизации потребов

СФО ВТБ РКС Эталон, 06

RU000A10CW87

Объем выпуска - 37,5 млрд рублей.
Ежемесячный купон - 18% годовых.
Облигациям присвоен наивысший рейтинг надежности - ruAAA.sf по национальной шкале рейтингового агентства АО «Эксперт РА».
Уникальное соотношение риска/доходности на коротком горизонте инвестирования

Вывести график погашения номинала

CPR, %	базовый сценарий
CDR, %	базовый сценарий
Clean-Up Call	базовый сценарий

Доходность к погашению от размещения*, % **19.51**
Дюрация от размещения*, мес. **11.74**
CPR, % **2.78**
CDR, % **0.64**



Рисунок 2
Скриншот страницы
«Выпуски облигаций»
на официальном
сайте эмитента

97,7% выпуска (35 млрд руб.) купили различные инвесторы, а общий объем купленных ими бумаг за последние 5 лет составил порядка 40% от общего размера выпусков в рамках рыночных рейтингованных сделок секьюритизации потребительских кредитов Банка ВТБ. В связи с этой тенденцией команда ВТБ уделяет внимание не только крупным институциональным инвесторам, но и розничным инвесторам. Для таких инвесторов команда ВТБ разработала модель прогноза погашения облигаций, которая размещена на официальном сайте эмитента СФО ВТБ РКС Эталон¹. Веб-версия модели позволяет в режиме реального времени получать прогнозный график погашения выпуска с учетом различных сценариев (Рисунок 2). Поскольку темпы погашения облигаций напрямую зависят от поведения портфеля кредитов, включенных в секьюритизируемый пул,

в веб-версии модели доступен выбор CPR и CDR (от 0 до 100%), а также условия исполнения clean-up call 10% (да/нет). Если инвестор предпочитает не задавать вводные данные, графическое представление результатов моделирования будет формироваться исходя из базового сценария, смоделированного Банком ВТБ на основе исторических данных по портфелю. В этом случае в дополнение к графику представлены уровни CPR и CDR, используемые в расчете базового сценария погашения облигаций. Таким образом, любой частный инвестор имеет возможность промоделировать поведение бумаги, опираясь на собственное мнение, или получить экспертный прогноз по каждой облигации СФО ВТБ РКС Эталон (7 выпусков).

Открытость и прозрачность во взаимодействии с инвесторами — это важная часть успешного размещения облигаций, которая в значительной мере влияет на его результаты. Веб-версия модели сделала выпуски секьюритизации Банка

¹ <https://sfo-vtb-rks-etalon.ru>

ВТБ понятными и доступными не только для институциональных, но и для частных инвесторов.

Банк ВТБ применяет тот же высокоточный, аналитически выверенный подход к моделированию клиентских сделок, который мы используем при секьюритизации собственных активов. Каждая сделка тщательно анализируется с позиции качества и структуры кредитного портфеля клиента. Мы открыты к сотрудничеству в обоих сценариях: когда мы выступаем оригинатором сделки, привлекая внешнее финансирование, и когда наш клиент является оригинатором, а мы помогаем структурировать сделку в качестве организатора.

Клиенты обращаются к нам с самыми разными ситуациями. Так, в ходе структурирования одной из сделок, в которой мы выступали в качестве организатора, был проведен предварительный анализ кредитов, включаемых в залоговое обеспечение, прогнозных показателей плановой амортизации, досрочных погашений и темпов дефолта. На основе данной информации мы провели детальное моделирование денежных потоков, которое показало, что при заданных параметрах портфеля генерируемый cash flow недостаточен для обслуживания облигаций на уровне рыночной ставки: средневзвешенная процентная ставка по активам находилась на низком уровне, а прогнозируемое сальдо после исполнения обязательств по облигациям формировалось отрицательным. Иными словами, внутренняя экономика сделки не обеспечивала требуемый инвестиционный профиль без дополнительной корректировки структуры. Вместо формального вывода о нецелесообразности сделки, опираясь на результаты моделирования, мы предложили клиенту несколько стратегических альтернатив. Ключевой акцент был сделан на оценке совокупного экономического эффекта: в ряде случаев трансформация баланса и высвобождение капитала могут иметь большее значение, чем стоимость фондирования. Более

того, реализация сделки позволяла банку заменить низкодоходный портфель активов на балансе банка на более маржинальный (выдача новых высокодоходных кредитов за счет привлеченной ликвидности), тем самым улучшив структурные показатели доходности.

В другом случае клиент столкнулся с близкой по сути проблемой: средневзвешенная ставка по кредитному портфелю находилась практически на уровне предполагаемого купона по облигациям. Такая конфигурация создавала риск недостаточности избыточного спреда и, как следствие, потенциальную невозможность своевременного обслуживания «субординированного» кредита. Это означало вероятность накопления начисленных, но невыплаченных процентов, а также необходимость дополнительного фондирования с сопутствующими кредитными и структурными рисками. Совместно с клиентом была разработана адаптивная архитектура сделки, предусматривающая револьверный период, в течение которого осуществлялась замена активов на вновь выданные кредиты с более высокой процентной ставкой, что позволило повысить доходность пула и восстановить достаточный уровень избыточного спреда. Рекомендацией также являлось обеспечение процедуры оперативного выкупа дефолтных кредитов, что позволило обеспечить дополнительную ликвидность. На текущий момент реализованная структура демонстрирует устойчивость: отсутствует прогноз отрицательного сальдо, субординированный инструмент обслуживается в штатном режиме, а необходимость дополнительного фондирования не возникает.

Таким образом, можно сделать вывод, что моделирование позволяет решить даже самые сложные и спорные вопросы. Клиенты подтверждают, что выбранные благодаря моделированию стратегии позволяют сохранить экономическую целесообразность сделок и обеспечить их инвестиционную привлекательность.



Владимир ЛИМАН,
руководитель трейдинга
департамента
глобальных рынков,
Сбербанк

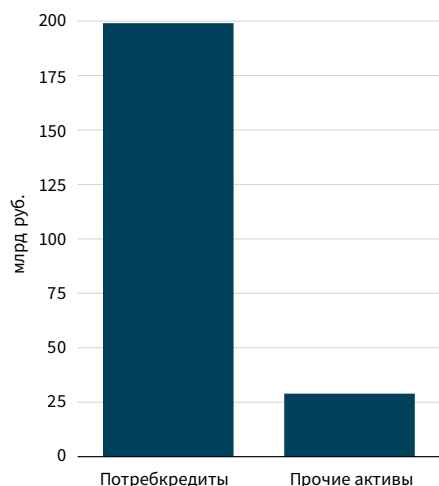
Тенденции неипотечной секьюритизации в 2025 г. и перспективы 2026 г.

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 закрепились 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 ABS¹. Оставшиеся 30 млрд руб. — «прочие активы», включая МСП, NPL и отдельные специализированные конструкции. Рост неипотечной се-

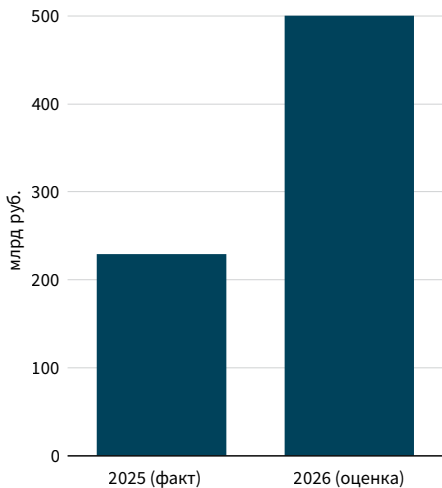
кьюритизации в 2025 г. нельзя объяснить одним фактором. Однако можно выделить несколько устойчивых драйверов, которые, вероятно, останутся актуальными и в 2026 г.

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»

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.

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 эмитентов) 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.

ИНВЕСТИРСКИЙ СПРОС И «ПОЛКА» ВЫСОКОРЕЙТИНГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Для инвестора старший транс 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 сужившегося после 2022 г. предложения качественных инвестицион-

ных 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 SPV¹ 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. Многогранность — 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 «самоиницирующий» 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 (сделка 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 большую 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), получают 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.

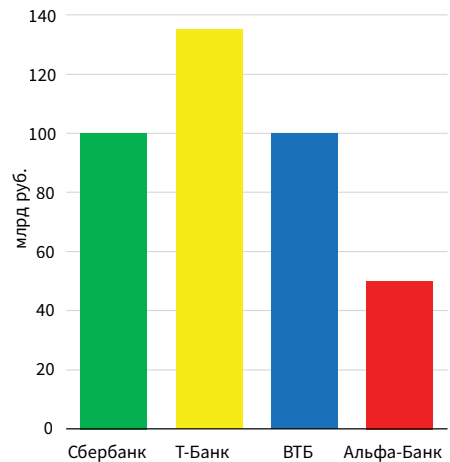
ПЛАНЫ БАНКОВ НА 2026 Г.

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.

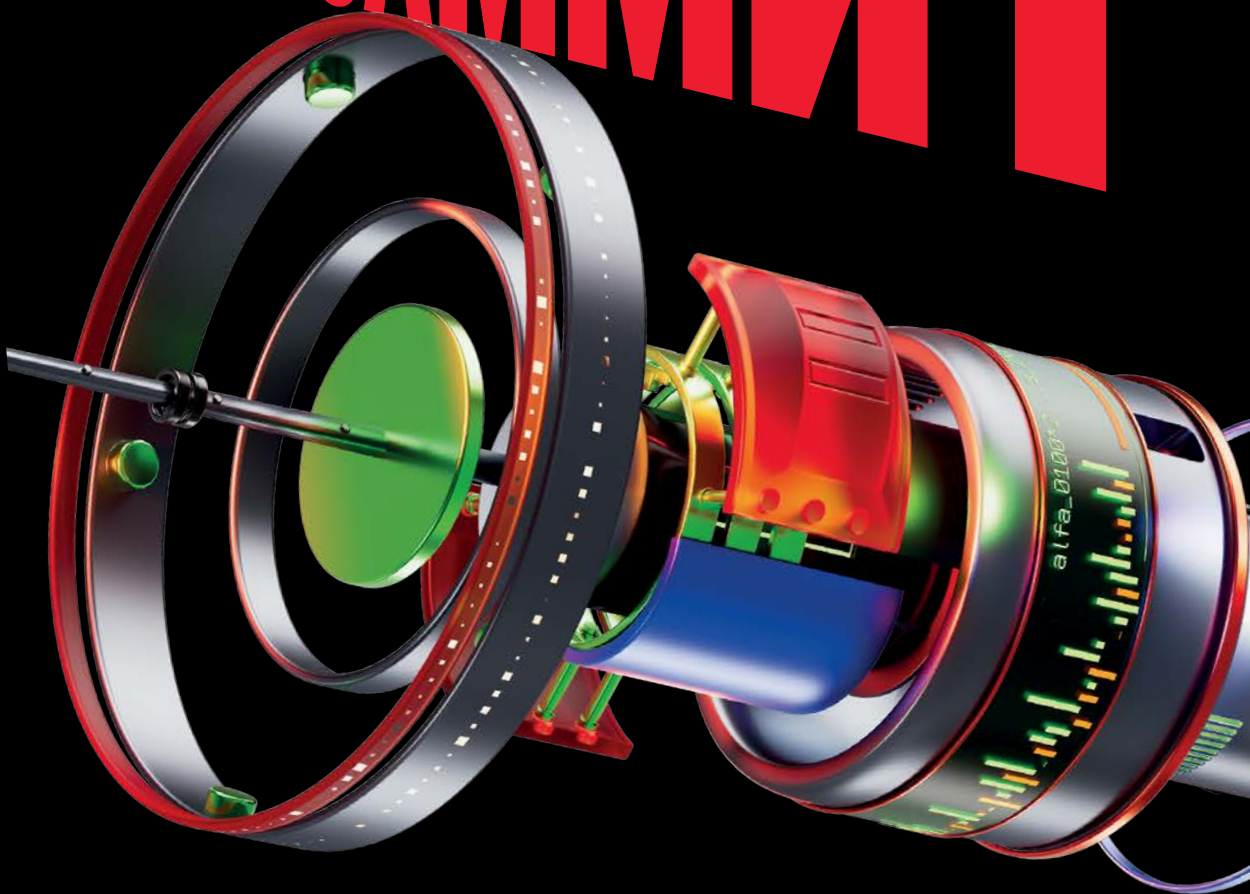
ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Неипотечная секьюритизация в 2025 г. закрепились 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



Олег ИВАНОВ,
сопредседатель Комитета
по инвестиционным
банковским продуктам,
Ассоциация банков России

Секьюритизация как инструмент отраслевой и промышленной политики¹

Наиболее масштабным и институционально зрелым примером использования секьюритизации в целях развития реального сектора является рынок ипотечных ценных бумаг в США. Агентские MBS, выпускаемые квазигосударственными агентствами, стали ключевым каналом долгосрочного фондирования жилищного строительства и ипотечного кредитования. Через механизм стандартизации, гарантий и поддержки вторичного рынка государство обеспечило трансформацию ипотечных кредитов в высоколиквидный рыночный инструмент, что позволило снизить стоимость заимствований для домохозяйств и поддержать строительную отрасль.

Ипотечные жилищные кредиты повсеместно являются ведущим классом секьюритизируемых активов. В зависимости от особенностей национального рынка на них приходится от 50 до 80 %

от общего объема выпущенных инструментов секьюритизации (всего в прошлом году было выпущено инструментов секьюритизации более чем на \$3 трлн). В результате выпуск MBS стал не просто частью финансового рынка, а ключевым элементом жилищной политики. Государство при этом не заменяло частный капитал, а создавало рамочные стандарты, механизмы гарантий и требования к раскрытию информации, обеспечивающие приток институциональных инвесторов.

Международный опыт подтверждает, что секьюритизация может рассматри-

¹ Настоящая статья развивает положения, содержащиеся в докладе «Развитие рынка секьюритизации в России: задачи и стимулы», подготовленном по инициативе Комитета по инвестиционным банковским продуктам Ассоциации банков России (АБР) и Совместного комитета НФА и АБР по секьюритизации.

ваться как инструмент отраслевой и промышленной политики в самых разных секторах экономики. Для этого она должна обеспечивать устойчивое и масштабируемое фондирование поддерживаемого сектора экономики, снижать стоимость привлечения капитала для компаний отрасли, перераспределять риски между банковской системой и рынком капитала и создавать долгосрочную институциональную базу инвесторов. В такой модели финансовый регулятор, правительство, отраслевые министерства и государственные институты развития действуют согласованно.

Наиболее значимыми для развития реального сектора экономики являются формы неипотечной секьюритизации разного рода обязательств юридических лиц, например: субъектов МСП, крупных корпоративных заемщиков и проектных компаний, а также граждан — по договорам целевого и нецелевого кредита (автокредита, образовательного, необеспеченного кредита, кредитных карт) и иным соглашениям (автолизинг).

ОБЕСПЕЧЕНИЕ СПРОСА НА ПРОДУКЦИЮ АВТОПРОМА

США, Германия и Китай показывают три разные роли, в рамках которых автосекьюритизация может поддерживать автомобильную промышленность. В США, где 80–85% новых автомобилей покупаются в кредит или лизинг, auto ABS являются массовым инструментом для снижения стоимости кредита и поддержки спроса¹. Германская автосекьюритизация дает лучший европейский пример связи с промышленной базой автопроизводителей и автолизингом². Примерно половина автомобилей покупаются с использованием кредита, а около трети — через лизинговые схемы. Ключевую роль в финансировании продаж играют автомобильные банки производителей (например, Volkswagen Financial Services, BMW Financial Services, Mercedes-Benz Bank). Они обеспечивают более 2/3 финансируемых продаж, выступая важным драйвером реализации автомобилей. Однако объемы европейского рынка секьюритизации заметно уступают американским: auto ABS поддерживают финансирование продаж

и управление банковским балансом, однако не превращаются в самостоятельный инструмент «стимулирования спроса» в американском масштабе³. В европейской логике это скорее элемент развития рынка капитала и фондирования автокредитов. В отличие от этих примеров в Китае auto ABS стали элементом ускоренного расширения автокредитования и косвенной промышленной поддержки⁴.

Благодаря секьюритизации стоимость фондирования кредитов и лизинга для автопроизводителей и их кэптивных финансовых компаний становится ниже стоимости банковского кредита, что и обеспечивает более низкие процентных ставок для покупателей автомобилей. Механизм позволяет автопроизводителям использовать внебалансовое финансирование. Это создает два эффекта — рост объема кредитования и расширение круга заемщиков. Так, на развитых рынках появляются не только стандартные кредиты (prime auto loans), но и более рискованные продукты (near-prime, subprime). Например, в США именно auto ABS сделали возможным масштабное финансирование subprime-автокредитов, что существенно увеличило рынок автомобилей. С учетом роста стоимости автомобилей в России подобный опыт становится более актуальным.

Для автопроизводителей секьюритизация превращается в стратегический финансовый инструмент, когда кредит становится частью маркетинга автомобиля, запускаются программы под льготную ставку, появляются долгосрочные лизинговые продукты.

За рубежом можно найти немало стран (помимо США, Европы и Китая), где секьюритизация играет роль инструмента отраслевой и промышленной политики, даже при относительно небольших совокупных объемах рынка.

ПОДДЕРЖКА АПК

В Бразилии секьюритизация возникла как часть политики диверсификации источников финансирования и поддержки секторов с недостаточным доступом к рынку капитала. Законодательство 1997–2004 гг. ввело поня-

¹ В 2025 г. общий объем выпуска таких бумаг составил почти \$160 млрд.

² Объем выпуска таких бумаг в 2025 г. составил почти 13 млрд евро.

³ Объем рынка автокредитов в Германии в 2025 г. оценивается примерно в 200 млрд евро. Таким образом, секьюритизируется не более 10% выданных кредитов.

⁴ В последние пять лет объем новых выпусков автосекьюритизации в Китае колебался в диапазоне \$16–40 млрд.

тие ценных бумаг, выпущенных на основе различных типов активов, включая CRAs (Agribusiness Receivables Certificates) для сектора АПК, которые обеспечивают приток капиталов через секьюритизацию будущих поступлений по кредитам АПК, выручки по договорам закупки и торговых сделок. Это помогло расширить доступ к финансированию для фермеров, переработчиков и сельскохозяйственных предприятий, стимулируя рост производства и экспортных возможностей. По данным Бразильской ассоциации финансовых рынков (ANBIMA), объем выпуска CRAs в 2025 г. достиг рекордного объема в \$6.2 млрд.

С точки зрения промышленной политики такие структуры выполняют роль связующего механизма между финансовыми рынками и реальным сектором и позволяют направлять целевые инвестиции предприятиям АПК, имеющим прогнозируемый денежный поток, с учетом уменьшения зависимости от банковского кредитования и создания новых каналов для управления рисками. При этом дополнительно настраиваются налоговые режимы и правовые механизмы ABS (например, освобождение от налога на прирост капитала по некоторым выпускам), чтобы повысить привлекательность секьюритизации для инвесторов и оригинаторов.

РАЗВИТИЕ ИННОВАЦИЙ

В Японии секьюритизация с конца 1990-х гг. рассматривалась не только как способ финансирования ипотечных и потребительских кредитов, но и как инструмент улучшения устойчивости банковского сектора и поддержки определенных секторов экономики. В начале развития рынка секьюритизации главной задачей было удаление проблемных кредитов с балансов крупных банков, что позволило реструктурировать финансовые институты после долгого периода стагнации и банковского кризиса.

Кроме того, японское законодательство о секьюритизации поощряло создание SPV и специальных трастовых структур для таких категорий активов, как поступления по соглашениям об интеллектуальной собственности и использовании новых технологий. Правитель-

ство видело в этом способ поощрения инноваций и управления рисками, а также возможность повысить роль финансового рынка в поддержке технологического роста.

ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ПРОЕКТЫ

В Великобритании секьюритизация использовалась как элемент промышленной политики в рамках модели PFI/PPP (Private Finance Initiative/Public-Private Partnership) для развития социальной и транспортной инфраструктуры. В этих структурах будущие платежи государства по долгосрочным концессионным контрактам — за строительство и обслуживание школ, больниц, тюрем, дорог и иных объектов — проходили секьюритизацию с выпусков обеспеченных облигаций через SPV. Фактически инвесторы получали доступ к стабильным квазигосударственным денежным потокам, а государство — возможность профинансировать капитальные расходы без немедленного увеличения бюджетного дефицита. Секьюритизация позволяла «капитализировать» будущие бюджетные обязательства и распределять риски между частными инвесторами, подрядчиками и банками.

За счет стандартизации контрактов и развитого рынка институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний) Великобритания смогла создать устойчивый канал долгосрочного финансирования объектов социальной сферы и транспорта. Хотя модель PFI впоследствии подвергалась критике за стоимость и долговую нагрузку, она продемонстрировала, как секьюритизация инфраструктурных платежей может использоваться для ускоренного обновления публичной инфраструктуры и стимулирования строительного сектора через рынок капитала, а не только через традиционные бюджетные механизмы.

ФИНАНСОВАЯ ДОСТУПНОСТЬ

В Индии секьюритизация стала важным инструментом государственной политики в сфере финансовой доступности и поддержки малого бизнеса, прежде всего через сделки microfinance ABS и MSME ABS. Микрофинансовые организации

и небанковские финансовые компании (NBFC) активно используют секьюритизацию портфелей микрозаймов и кредитов малым предприятиям для привлечения фондирования и рефинансирования. Модель позволяет высвобождать капитал и масштабировать кредитование в сельских и полугородских регионах, где традиционные банковские каналы часто недостаточно развиты. Регулятор совершенствовал нормативную базу и установил стандарты, требования к удержанию риска и прозрачности сделок, чтобы повысить доверие со стороны инвесторов.

ЭКСПОРТНЫЕ ОПЕРАЦИИ

В Турции секьюритизация использовалась как инструмент поддержки экспортного сектора, прежде всего через операции банков по секьюритизации будущей экспортной выручки (*future flow securitisation*). Турецкие банки структурировали сделки, обеспеченные валютной выручкой от экспорта, переводов денежных средств и операций по банковским картам, что позволяло им привлекать долгосрочное финансирование на международных рынках капитала даже в периоды макроэкономической волатильности. Такая модель снижала стоимость заимствований по сравнению с суверенным риском, поскольку инвесторы ориентировались на поток экспортной валютной выручки, а не исключительно на внутренний кредитный профиль. Этот механизм позволил поддержать ключевые экспортно ориентированные отрасли: промышленность, текстиль, машиностроение, агроэкспорт. В условиях ограниченного доступа к внешнему финансированию и периодических валютных кризисов секьюритизация экспортных потоков позволяла Турции диверсифицировать каналы фондирования.

Таким образом, секьюритизация может стать связующим звеном между

банковским сектором и рынком капитала в интересах развития конкретной отрасли. Международный опыт может быть использован на российском рынке, для чего целесообразно рассмотреть возможность внедрения рыночной модели отраслевых программ секьюритизации, основанной на конкуренции между организаторами сделок. В рамках такой модели ключевую роль могли бы играть банки и иные финансовые институты, предлагающие стандартизированные решения для отдельных сегментов кредитования (например, автокредиты, кредиты МСП или потребительские кредиты). Роль государства при этом могла бы заключаться в формировании прозрачных критериев допуска к таким программам, создании инфраструктурных условий и при необходимости предоставлении ограниченных механизмов поддержки для сделок, соответствующих установленным требованиям к качеству активов, прозрачности и управлению рисками.

Эффект от употребления инструментов секьюритизации возможен не только при использовании институтов развития, но и через настройку рыночных правил — стандартизированное раскрытие, фискальные стимулы и доступность инструмента для инвесторов. Отобранные по итогам тендера «эталонные» структуры должны получать предсказуемый регуляторный режим (признание рейтингов «.sf», допуск к РЕПО/ломбарду, риск-ориентированные дисконты), а банки-организаторы — нести понятные обязательства по качеству пула, сервисингу и поддержанию вторичной ликвидности. Такой подход позволяет запустить массовые тиражируемые сделки (авто, АПК, потребкредиты, МСП) и обеспечить отраслевое удешевление фондирования без создания отдельного института развития под каждый сектор.



Секьюритизация

Используйте все возможности финансирования бизнеса и оптимизации кредитного портфеля банка

Высокопрофессиональная команда SberCIB работает как с институциональными инвесторами, так и с клиентами брокерского обслуживания Сбербанка и имеет успешный опыт проведения сделок ипотечной секьюритизации совместно с ДОМ.РФ (общим объемом более 1,7 трлн рублей*), секьюритизации собственных потребительских кредитов (совокупный портфель размещений превысил 35 млрд рублей**) и организации многотраншевых секьюритизаций для других банков.

В рамках направления секьюритизации клиенты SberCIB получают:

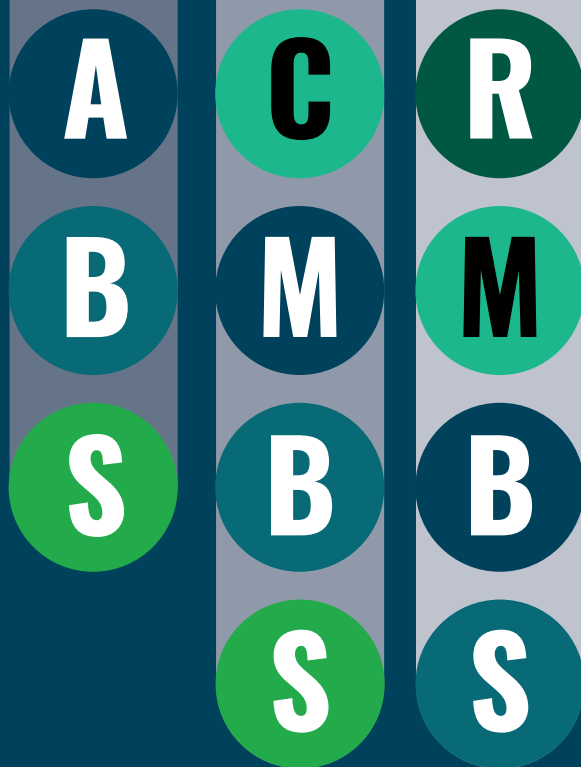
- анализ активов будущего эмитента;
- разработку эффективной структуры сделки и выбор портфеля;
- оптимизацию структуры для целей рейтингования облигаций и поддержку в работе с рейтинговым агентством;
- координационную поддержку и подготовку необходимых документов;
- организацию процесса взаимодействия с инвесторами, включая премаркетинг и размещение;
- моделирование денежных потоков, подготовку маркетинговых материалов и аналитики по запросам клиентов;
- консультационную поддержку эмитента на всём протяжении жизни сделки.



*данные Сбера, 2021-2025 гг.

**данные Сбера, 2024-2025 гг.

Данная информация не является офертой или рекомендацией (в том числе индивидуальной инвестиционной рекомендацией) к покупке или продаже каких-либо активов. Наименование SberCIB используется в качестве бренда для идентификации продуктов и услуг и не является фирменным наименованием. В зависимости от юрисдикции сторон и применимого права стороной по сделке может выступать одна из компаний группы ПАО Сбербанк. Реклама. Рекламодатель: ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015, лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003. Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, 19, тел.: +7 (495) 500 55 50, 8 800 555 55 50; www.sberbank.ru.



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, расширил базу потенциальных инвесторов и улучшил 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 Тревич: 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 невозможно-

сти 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 Лентицев, 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 оригиналам 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.

Требуется 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 основ-

ном 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 эмитентов и организаторов?



Иван Махалин: инфраструктура российского рынка секьюритизации (биржи, депозитарии, управляющие компании) в целом готова к выходу новых эмитентов, организаторов и эми-

тентов: 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 эмитенты. Секьюритизация остается недешевым и непростым способом привлечения капитала. Хотелось бы видеть больше проектного финансирования и новых эмитентов.

Максим Булгаков: дебютные выпуски для новых игроков всегда являются процессом заведомо затратным по времени, поскольку требуется наладить взаимодействие по всей цепочке (эмитент — организатор — эми-

тент — 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 с «железом», а с экспертизой. Для выхода на рынок эмитент 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 не-

ипотечной 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 донстройке 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 закрепить отдельный код 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.



Александр РАЗУМНЫЙ,
директор департамента
клиентских отношений,
АО «СОЛИД Менеджмент»

Структурные облигации СФО и СОПФ — мощный инструмент финансовой инженерии

В 2022–2025 гг. российский финансовый рынок совершил качественный рывок в развитии индустрии специализированных финансовых обществ, а также специализированных обществ проектного финансирования (СФО, СОПФ). По данным Банка России, на июль 2025 г. объем выпущенных структурных облигаций 1738 млрд руб., из которых 1339 млрд руб. выпущены СФО. Тогда как на 1 января 2022 г. объем таких облигаций в обращении составлял лишь 357 млрд руб. Более чем в 5 раз выросло и количество таких выпусков. Существенную долю выпущенных СФО облигаций занимают сделки, имеющие целевой характер с очень ограниченным кругом инвесторов, выступающих инициаторами таких сделок.

Этот тренд стал ответом на беспрецедентное санкционное давление Запада,

которое ограничило доступ компаний к традиционному финансированию и создало риски вторичных санкций для контрагентов.

Структурные облигации СФО и (или) СОПФ оказались идеальным решением: они позволяют отделить заемщиков от санкционных кредиторов через механизм обезличенного пула активов и сохранить приток капитала даже в условиях ограничений. Однако санкции — лишь катализатор. Истинная ценность этих инструментов — в их уникальных возможностях:

- гибкости выплат (привязке к любому активу, индексу или макропоказателю);
- секьюритизации «небанковских» активов (от роялти до будущего урожая);
- конструировании профиля «риск — доходность»: создании бумаг с характеристиками, недоступными для классических облигаций.

СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ И ПРАВОВОЙ ФУНДАМЕНТ

Структурные облигации СФО и СОПФ — это долговые ценные бумаги, условия выплат по которым отличаются от классических и зависят от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, предусмотренных решением о выпуске. Правовую основу их обращения в России закладывают положения Федерального закона №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»:

1) определяют структурные облигации как ценные бумаги, предусматривающие право на получение дохода (либо его части) и (или) номинальной стоимости в зависимости от изменения стоимости базисного актива, наступления кредитного события, изменения макроэкономических показателей или иных обстоятельств;

2) устанавливают особенности эмиссии и обращения структурных облигаций, включая обязательное наличие обеспечения и требования к раскрытию информации.

Ключевое отличие от классических облигаций — сочетание долговой природы и элементов производного финансового инструмента (дериватива), что и открывает простор для финансовой инженерии.

«ПЯТЬ СТЕПЕНЕЙ СВОБОДЫ» СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

С точки зрения структурирования российские СФО и СОПФ предоставляют эмитенту и организаторам выпуска 5 независимых параметров настройки или «степеней свободы» (Рисунок 1).

Степень 1. Условия выплаты дохода

Эмитент может привязать купонный доход к любому верифицируемому параметру.

Пример из практики: облигации СФО, обеспеченные займами пивоваренной компании. Дополнительный доход рассчитывается по формуле:

Базовый купон + (Среднемесячная температура воздуха за летний период × Коэффициент).

Зачем это нужно:

- для компании-заемщика — **гибкость** (платежи коррелируют с выручкой);
- для инвестора — **доходность выше рыночной** при благоприятных условиях.

Степень 2. Время выплат

График платежей может быть синхронизирован с операционным циклом базового актива, а не с календарными датами.

Пример: финансирование сельхозпроизводителя через СФО. Основные выплаты номинала и купонов приходятся на период после сбора и реализации урожая.

Зачем это нужно:

- снижает риск дефолта заемщика (нет давления на ликвидность в «неурожайные» месяцы);
- инвестор участвует в успехе бизнеса.

Степень 3. Размер выплат (нелинейность)

Доход может зависеть от базового актива нелинейно, включая пороговые значения («барьеры»).

Пример: облигации с защитой капитала, обеспеченные золотом. Эмитент гарантирует возврат 100% номинала и выплату дополнительного дохода, если средняя цена золота за период превысит уровень \$2000 за унцию. В этом случае инструмент имитирует структуру опциона азиатского типа (Asian option) для инвестора.

Зачем это нужно:

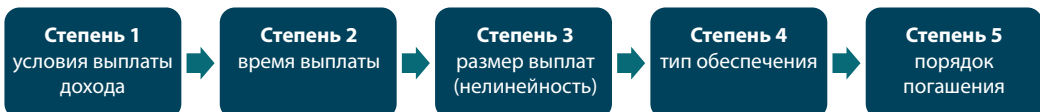
- инвестор получает защиту от падения цен (базовый купон сохраняется);
- при росте золота — сверхдоходность.

Степень 4. Тип обеспечения

Пул обеспечения может включать не только стандартные кредитные требования, но и любые ликвидные активы, способные генерировать денежный поток.

Рисунок 1. «5 степеней свободы» структурных облигаций

Источник: АО «СОЛИД Менеджмент»



Примеры:

- займы под будущие поступления от продажи футбольных трансферов;
- требования по лицензионным договорам (роялти) на объекты интеллектуальной собственности;
- будущая выручка от эксплуатации инфраструктурных объектов (в рамках СОПФ).

Степень 5. Порядок погашения номинала

Возможны отсрочка, поэтапное или частичное погашение, а также конвертация в иные активы.

Пример: облигации СФО, созданного для финансирования стартапа. Погашение номинала привязано к событию «выход на IPO» (или осуществляется через 5 лет с дисконтом при его ненаступлении). Инвестор получает купонный доход и потенциал роста капитала при конвертации в акции.

Пять степеней свободы превращают структурные облигации в **конструктор** для финансовых инженеров. От привязки к температуре воздуха до конвертации в акции стартапа — единственными ограничениями являются фантазия разработчиков и рамки закона.

СФО и СОПФ В ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТАХ: ЭФФЕКТ ГЧП

Симбиоз механизмов СФО и (или) СОПФ и государственно-частного партнерства (ГЧП) открывает путь для привлечения «длинных» денег (пенсионных фондов, страховщиков) в инфраструктуру, хотя Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — 224-ФЗ) напрямую не регулирует секьюритизацию, его нормы создают правовую канву для таких конструкций.

Действующая модель финансирования ГЧП через СОПФ:

1) **концедент (государство) и частный партнер** заключают соглашение о ГЧП (например, на строительство платной дороги) (ст. 13 224-ФЗ);

2) частный партнер создает **СОПФ**, которому уступаются права требования бу-

дущей выручки (концессионные платежи, плата за проезд);

3) **СОПФ** выпускает структурные облигации, обеспеченные этим денежным потоком. Государство может предоставить минимальную гарантию доходности (например, обеспечить минимальный трафик) (ст. 15 224-ФЗ), что повышает кредитное качество бумаг;

4) **инвесторы (в том числе негосударственные пенсионные фонды (НПФ))** приобретают облигации, получая долгосрочный защищенный доход.

Успешный кейс: медицинский кластер в Подмосковье:

- СФО выпустило облигации на 10 млрд руб., обеспеченные арендными платежами будущих резидентов;

- правительство области гарантировало 80% загрузки помещений (по ст. 15 224-ФЗ);

- доходность для инвесторов составила 9% годовых, срок реализации проекта сокращен на два года.

БАРЬЕРЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Главный тормоз для масштабирования рынка — текущие ограничения для системных инвесторов (НПФ, страховых компаний).

Рекомендуемые изменения:

- ввести новый класс активов «Структурные облигации СФО с господдержкой»;

- создать «зеленый коридор» для инфраструктурных СОПФ с избыточным обеспечением (>150%) или гарантией базового купона от ВЭБ.РФ.

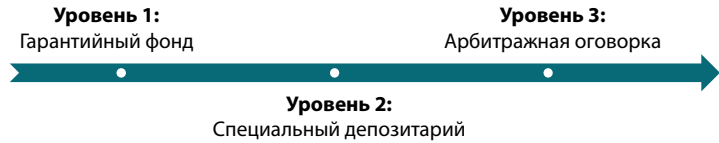
Предлагаемый механизм защиты инвесторов (трехуровневая система)

1. **Гарантийный фонд** (на базе ВЭБ.РФ): компенсирует до 30% убытков НПФ/страховщиков. Формируется за счет отчислений 1% от объема размещаемых выпусков и бюджетных ассигнований.

2. **Специальный депозитарий:** контролирует соблюдение LTV (Loan-to-Value — отношение долга к стоимости обеспечения) по пулу активов, проводит ежеквартальные стресс-тесты обеспечения.

Рисунок 2
Трехуровневая система
защиты инвесторов

Источник:
АО «СОЛИД Менеджмент»



3. Арбитражная оговорка: споры рассматриваются в Международном коммерческом арбитражном суде при Торгово-промышленной палате Российской Федерации в срок не более 30 дней.

Структурные облигации СФО и СОПФ прошли путь от нишевого инструмента до драйвера роста долгового рынка. Предложенная парадигма «5 степеней свободы» позволяет рассматривать их как универсальный конструктор для решения сложных финансовых задач — от хеджирования натуральных рисков до финансирования капиталоемких ГЧП-проектов. Следующий этап развития неразрывно связан с адаптацией регуля-

торной среды под нужды институциональных инвесторов, что способно привлечь в экономику сотни миллиардов «длинных» денег.

Совместное применение 224-ФЗ и Федерального закона №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» позволит добиться также следующих результатов:

- 1) роста рынка (по оценкам рейтингового агентства АКРА, потенциал рынка составляет до 1.5% ВВП к 2030 году);
- 2) создания нового класса «инфраструктурных СОПФ» с господдержкой;
- 3) привлечения пенсионных фондов и страховщиков (за счет сниженных рисков).



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



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

Новации на рынке многоотраншевой секьюритизации

Завершившийся 2025 г. на рынке многоотраншевой 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 многоотраншевой секьюритизации в 2026 г.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ ВСТАЕТ НА ПОТОК

В 2025 г. состоялось 25 выпусков многоотраншевой 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 превы-

сило абсолютный максимум 2014 г., когда объем выпусков многоотраншевой секьюритизации составил около 216 млрд руб. Но если в 2014 г. около 85% приходилось на многоотраншевую 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 originаторов, 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 многоотраншевой секьюритизации, — АО «АЛЬФА-БАНК», Банк ГПБ (АО) и ПАО «Совкомбанк».

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

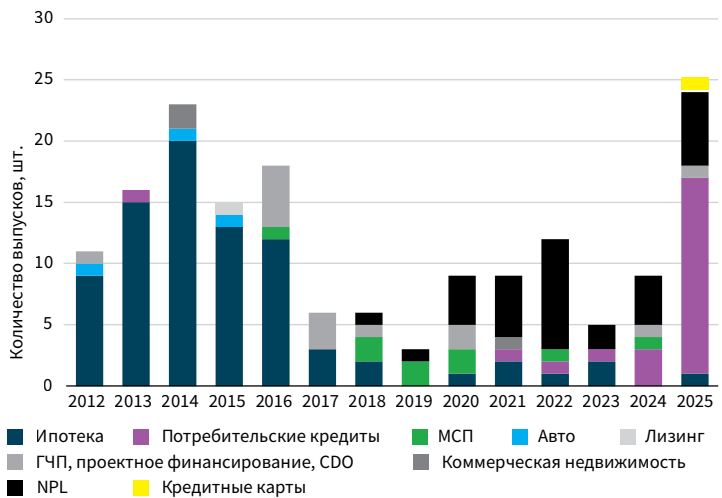
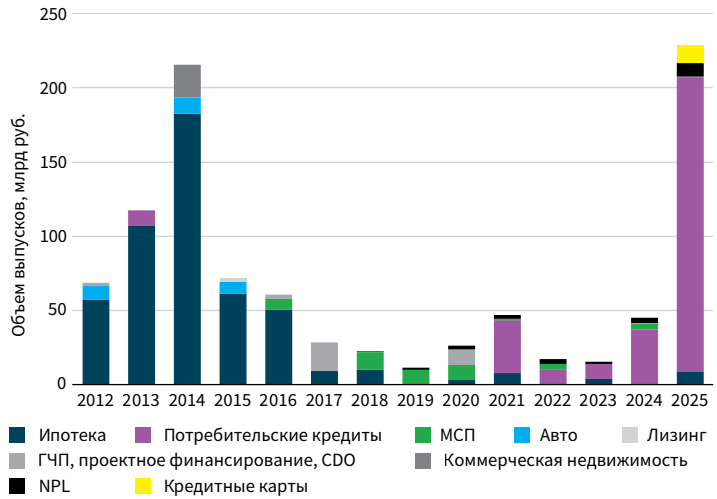


Рисунок 1
Структура
размещения выпусков
многоотраншевой
секьюритизации
2012–2025 гг.

Источник:
«Эксперт РА»
по данным Cbonds

рых составили соответственно 41 %, 29 % и 13 %. Большинство originаторов, выходя на рынок многоотраншевой 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
многоотраншевой секьюритизации
по непогашенному номиналу
в обращении на 31.12.2025

Источник: «Эксперт РА» по данным Cbonds



Рисунок 3

Облигации многоотраншевой 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 осталась 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. отмечился 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.

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 originаторов.

В рамках вступившего в силу Указания Банка России от 11.04.2025 №7043-У появилась возможность для originаторов 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 опре-

Рисунок 4

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

Источник: «Эксперт РА» по данным Cbonds



деленных 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.



Карина УТЕШЕВА,
старший юрист,
Экосистема LECAP

«Государственная секьюритизация», или Финансовый механизм отмены крепостного права

Современная секьюритизация — выпуск ценных бумаг, выплаты по которым привязаны к заранее определенному активу, — нашла яркий прообраз в реформе 1861 г. Нельзя утверждать, что реформа по отмене крепостного права является отправной точкой развития института секьюритизации в России, однако при рассмотрении предпосылок реформы, а также механизма ее реализации нельзя не заметить определенного сходства. В отличие от современной секьюритизации, которая преобразует денежные потоки от кредитов и активов в ценные бумаги, «секьюритизация» 1861 г. по сути означала использование рабочего потенциала крестьян как залога для получения государственных ссуд: денежные обязательства крестьян были трансформированы в финансовые активы, обеспеченные займами и государственными гарантиями.

В настоящей статье мы расскажем подробнее об этом прорывном финансовом и социальном механизме, ставшем своего рода предтечей российской секьюритизации, который на десятилетия определил экономическое развитие и социальные противоречия в стране.

В 1754 г. по указу Елизаветы Петровны в целях поддержания опоры самодержавия был создан Дворянский банк, выдававший ссуды с существенным дисконтом дворянам под залог — сначала крепостных душ, а позже — целых хозяйств с крепостными. Апогей системы был достигнут при Екатерине II, когда система была полностью институционализирована и стандартизирована: ввели единые оценочные стоимости души, а при банке открыли Страховую экспедицию для обязательного страхования заложенных городских домов от пожаров, что повысило качество всей залоговой

массы. Это было революционное нововведение, которое преобразило залоговую массу в ликвидный финансовый инструмент, аналогичный современным ценным бумагам с покрытием. Страховые взносы от обязательного страхования заложенных домов шли в Дворянский банк, снижая его финансовые риски и позволяя активнее кредитовать дворянство: взносы формировали страховой фонд, который покрывал потенциальные убытки от пожаров, снижая общий риск портфеля кредитов и позволяя банку расширять выдачу ссуд без повышения ставок. Проблема в концентрации риска на кредиторе не возникала, поскольку Страховая экспедиция была отдельным изолированным операционным юнитом. Рискованный залог становился «залогом с гарантией качества»: при пожаре банк получал страховую выплату, покрывавшую ссуду, и мог продать остатки имущества без финансовых потерь, минимизируя потери. Это сделало ссуды под залог имений с крепостными привлекательнее (по примеру с современными отечественными ипотечными ценными бумагами с обязательным страхованием предмета залога).

Описанная выше система финансирования через Дворянский банк себя изжила к середине XIX века. Огромная закредитованность помещиков привела к тому, что к 1858 г. 2/3 крестьян принадлежали им только номинально, фактически же совладельцем был Дворянский заемный банк (позднее — Государственный заемный банк), выдававший ссуды под залог крепостных душ и рухнувший к 1860 г. в результате невозврата средств помещиками и массовых мошенничеств «по схеме Чичикова» с привлечением кредитов под залог несуществующих «мертвых душ».

После отмены крепостного права в 1861 г. и введения выкупных платежей система залога крепостных душ трансформировалась в практически полноценный аналог секьюритизации.

Реформа провозгласила личную свободу крестьян, передав им землю в обмен на выкупные платежи. Выкупная сумма, которую крестьяне должны были выплачивать государству в течение 49 лет, была рассчитана не из рыночной стоимости земли, а исходя из величины оброка, который помещик получал до реформы. Оброк был капитализи-

рован под 6%. Государство единовременно выплачивало помещикам 80% выкупной суммы, а остальные 20% они получали непосредственно от крестьян. При этом из суммы, выдаваемой государством помещикам, автоматически вычитались долги имения перед казной и спасали его от банкротства, что по итогу стабилизировало положение дворянства как опоры самодержавия. Реформа списывала колоссальные долги дворян перед государством (либо же обеспечивала их крупным единовременным капиталом) и перекладывала бремя выплат на крестьян на десятилетия вперед.

Экономической спецификой реформы стал выпуск особенных «ценных бумаг». Упомянутые выше 80% выкупной суммы не выплачивались деньгами: были предусмотрены так называемые выкупные свидетельства и банковские билеты — по сути, государственные ценные бумаги (облигации) на предъявителя, приносившие 5% годового дохода, отличавшиеся по ликвидности, форме передачи и срокам обмена. Выкупные свидетельства не имели свободного обращения на бирже и предназначались для долгосрочного удержания у землевладельцев, предусматривали выплату процентов и погашались поэтапно в течение 15 лет путем обмена на банковские билеты. Банковские билеты свободно обращались на рынке как обычные деньги, их можно было обменять на наличные по номиналу или продать на бирже. Билеты существовали дольше свидетельств, но могли быть погашены быстрее за счет возможности погашения через тираж. Билеты обеспечивали помещиков ликвидным активом, в то время как свидетельства фиксировали долгосрочный доход. Полное погашение свидетельств завершилось к 1890 г. (выдача прекращена в 1874-м, обмен — с 1875-го), после чего помещики владели только билетами, подлежащими тиражному погашению. Это позволяло государству контролировать денежный оборот и поддерживать помещиков доходом от процентов, обеспеченных выкупными платежами крестьян. Поскольку государство брало на себя кредитный риск, такие «ценные бумаги» можно сравнить с современными mortgage-backed securities со страхованием качества (например, облигациями ипотечного фонда США Государственной Национальной Ипотеч-

ной Ассоциации Ginnie Mae, которая предоставляет гарантии правительства США).

Таким образом, реформа по введению «выкупных платежей» отразила следующие черты секьюритизации:

1. Выделенный актив. Для государства и финансовой системы таким «активом» была обязанность крестьян платить оброк помещику, в результате реформы замененный на выкупной платеж. Это был будущий кеш-флоу (cash flow), привязанный к конкретному человеку и земле, но не торгуемый на рынке.

2. Выпуск «ценных бумаг». Государство фактически выпустило долговые обязательства, обеспеченные будущими платежами крестьян. Помещики могли их продать, получить наличные или жить на проценты.

3. Образование пула и структурирование. Через выкупную операцию были объединены миллионы будущих платежей (оброков) в один огромный общенациональный пул. Государство выкупило у помещиков этот поток доходов, преобразовав его в государственный долг крестьян со ставкой 6% годовых, из которых 5.5% покрывали платежи по ценным бумагам, выданным помещикам (5% на бумаги + 0.5% амортизация), а 0.5% шли на административные расходы реформы. Это обеспечивало баланс: крестьяне платили чуть больше рыночной нормы (оброк был ниже), а государство финансировало операцию без бюджетного дефицита.

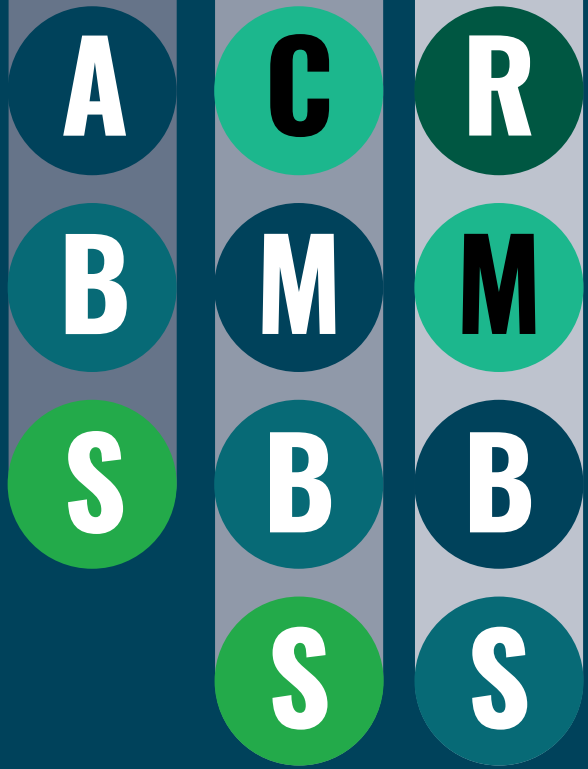
Однако концепция секьюритизации выкупных платежей не только раскрывает финансовую суть реформы 1861 г. как предтечу современных инструментов, но и подчеркивает ее двойственную природу: инновационный механизм стабилизации элиты через трансформацию крепостного труда в ликвидные активы, обеспеченные государственными гарантиями. От залоговых душ в Дворянском банке и Страховой экспедиции 1786 г. до выкупных свидетельств — эта система эволюционировала, минимизируя риски через институциональные гарантии. **Можно сказать, что реформа 1861 г. стала своего рода сделкой секьюритизации на государственном уровне.**

Однако исход секьюритизации выкупных платежей оказался неоднозначным, завершившись отменой выкупных платежей в 1905–1907 гг. под давлением Революции и обнищания крестьян, превратив опера-

цию из прибыльной в убыточную (списание 1.674 млрд рублей долга, убыток бюджета — 386 млн рублей, или 5.5% годового бюджета). Это с одной стороны. С другой — миллионы людей обрели личную свободу, гражданские права, что открыло путь к предпринимательству, кооперации и самоуправлению в деревнях, реформа создала рынок свободной рабочей силы, что удвоило промышленное производство, заложила основу для формирования рыночных отношений и модернизации экономики.

Современная ипотечная секьюритизация хоть и сильно отличается от своего 200-летнего прообраза, но демонстрирует некоторую схожесть модели. В России однотраншевые выпуски ипотечных ценных бумаг, обеспеченных поручительством ДОМ.РФ, являются основой отечественного рынка секьюритизации и формируют более 99% российского рынка ипотечной секьюритизации. Объем ипотечных ценных бумаг с поручительством ДОМ.РФ в обращении по итогам 9 месяцев 2025 г. составил 1.9 трлн рублей. В США государственные предприятия, такие как Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae, играют преимущественную роль на рынке секьюритизации ипотеки в mortgage-backed securities (MBS) объемом \$13–14 трлн (2024 г.). Эти программы, как и реформа 1861-го, превращают активы в торгуемые инструменты, балансируя интересы государства, банков и заемщиков.

Вместо заключения хотелось бы отметить, что рассмотрение реформы 1861 г. в разрезе секьюритизации позволяет сделать вывод о ее схожести с конструкциями современных финансовых инструментов. Революция 1905-го напомнила о системных уязвимостях: отмена выкупных платежей обрушила модель, ускорила кризис и социальный взрыв. **Высокая процентная ставка, привязанная не к рыночной стоимости земли, а к оброку, способствовала эскалации неразрешимых социальных противоречий, которые отчасти отразились в революционных движениях.** К счастью, сегодняшние аналоги устойчивее благодаря стресс-тестам и субординации траншей, секьюритизация остается мощным рычагом капитализации, но требует баланса между прибылью и социальной устойчивостью — иначе «активы» (души или кредиты) обесценятся под давлением реальности.



Case Study

Специализированное общество является, пожалуй, одной из самых удачных конструкций, разработанных в российском правовом поле. За относительно недолгую историю существования специализированных обществ сделки с их использованием стали обыденностью. Например, сделки ипотечной секьюритизации глубоко укоренились на российском рынке капитала, а в 2025 г. на рынке состоялось рекордное количество сделок секьюритизации потребительских кредитов.

В некотором смысле специализированные общества превратились в универсальный «швейцарский нож» рынка капитала, открывая для рынка все более широкий перечень активов. В частности, в 2025 г. один из новых активов, который стал доступен рынку капитала через специализированное общество, — портфели кредитных карт. Первую сделку с наивысшим кредитным рейтингом от АКРА реализовал Т-Банк.

Благодаря универсальности специализированных обществ выпускаемые ими инструменты хорошо встраиваются в конструкции любых сделок и делают арсенал активов, упакованных в облигации специализированных обществ, практически бесконечным. К примеру, в марте 2026 г. ВЭБ.РФ при участии специалистов рынка был подготовлен проект методики государственно-частного взаимодействия, направленного на создание эффективного механизма рефинансирования ГЧП-кредитов и вовлечения в этот процесс рынка капитала через участие специализированных обществ. ГЧП-секьюритизация может дать новую жизнь проектам ГЧП, остававшимся до недавнего времени практически эксклюзивным банковским продуктом, недоступным широкому рынку участников рынка капитала. Эти проекты могут стать предметом данной рубрики уже в следующем году, а в этом году рубрика расскажет о других интересных инновационных сделках, реализованных с использованием специализированных обществ в 2025 г.



Мария ТИМОФЕЕВА,
руководитель
направления,
Структурирование,
Т-Банк



Надежность, подтвержденная рынком

- Топ-4 по объему кредитов и вкладов для физических лиц*
- 2-е место по объему портфеля кредитных карт**



* По данным Эксперт РА на 01.01.2026: <https://raexpert.ru/rankings/bank/monthly/jan2026/>

** По данным Frank RG на 01.01.2026: <https://frankrg.com/research/ekspress-otchet-po-portfelyam-kreditov>

Реклама.



Мария ТИМОФЕЕВА,
руководитель
направления,
Структурирование,
Т-Банк



Сергей САМОХВАЛОВ,
партнер, юридическая
фирма «Меллинг,
Войтишкин и партнеры»

Т-Банк: первая секьюритизация кредитных карт

Секьюритизация неипотечных активов по российскому праву набирает популярность. Банк России фиксирует рекордные объемы секьюритизации в 2025 г. в рамках «Обзора финансовых инструментов за 2025 год». Специализированные финансовые общества активно используются в самых разных проектах структурного финансирования. Наибольшую динамику роста в прошедшем году продемонстрировали проекты секьюритизации потребительских кредитов. Кредитные карты представляют собой новый актив и тип обеспечения по облигациям, выпущенным специализированными финансовыми обществами (СФО) в рамках отечественного законодательства.

Основной объем неипотечной секьюритизации в России приходится на сделки с потребительскими кредитами. В 2025 г. на рынке состоялось 13 крупных публичных размещений облигаций

с залогом портфелей потребительских кредитов совокупным объемом более 190 млрд руб. — это рекорд по числу сделок за год. В условиях высокой потребности в капитале такие проекты реализуют крупнейшие российские банки: Сбербанк, Альфа-Банк, Банк ВТБ, Газпромбанк, Совкомбанк, Т-Банк, а также Яндекс Банк. Помимо проектов секьюритизации потребительских кредитов на рынке неипотечной секьюритизации ведется работа по секьюритизации других типов активов: корпоративных кредитов, кредитов малому и среднему бизнесу, дебиторской задолженности.

Новым и крайне перспективным активом, используемым в рамках неипотечной секьюритизации, стали кредитные карты. Первую такую сделку в 2025 г. реализовал Т-Банк. С учетом роста доли кредитных карт в необеспеченном кредитовании данный продукт может стать одним из самых востребованных в ближайшие годы (по разным оценкам, в те-

чение 2025 г. доля кредитных карт в необеспеченном кредитовании составляла порядка 70–80 %).

Секьюритизация кредитных карт появилась в США в конце 1980-х гг., что дало зеленый свет для такого рода сделок на десятилетия вперед. В настоящее время в США на рынок ежегодно выходят десятки новых сделок с картами суммарным объемом порядка \$50 млрд ежегодно. По количеству и объему сделок следом за США идет Великобритания. В иностранных юрисдикциях при реализации проектов с кредитными картами используется конструкция мастер-траста, которая позволяет решить ряд технических и структурных особенностей таких проектов, связанных со спецификой актива. В частности, мастер-траст позволяет гибко управлять плавающим в течение жизни сделки размером портфеля. Для полноценной работы схожих конструкций в России, помимо прочего, потребуется развитый рынок инвесторов, который сейчас только начинает формироваться.

Структурирование и реализация сделок с картами в российском правовом поле до недавнего времени оставались головоломкой для originаторов. Процесс анализа, структурирования и сопровождения сделки секьюритизации кредитных карт кардинально отличается от классической сделки с регулярными аннуитетными платежами (например, от ипотечных сделок или сделок с потребительскими кредитами). В ходе реализации первой в России сделки банк столкнулся не только с нетривиальным аналитическим упражнением и формированием уникальной документации, но и с очередным вызовом — доработкой систем банка как для продажи, так и для последующего обслуживания крайнего динамичного актива.

ОСОБЕННОСТИ АКТИВА

В первую очередь на структуру сделки влияют характеристики актива. Кредитная карта представляет собой возобновляемую кредитную линию без фиксированного графика погашений и конечного срока. В рамках сделки секьюритизации необходимо осуществить полную про-

дажу кредитной линии, включая любые права, которые возникнут по кредиту в будущем в связи с утилизацией средств заемщиком и последующим восстановлением лимита при погашении долга по карте. То есть передача прав по кредитной карте на СФО включает в себя не только продажу существующего основного долга и начисленных процентов, но и продажу всех будущих прав, возникающих при использовании карты клиентом.

Уступка прав в рамках возобновляемых кредитных линий не является новеллой для российского рынка секьюритизации, но масштаб продаж и технические особенности кредитных карт добавляют вызовов для всех участников процесса¹. В момент закрытия сделки Т-Банк продал на СФО портфель, состоящий более чем из 140 000 кредитных карт, и продолжает в автоматическом режиме передавать новые права, возникающие по уступленным кредитным картам, в объеме выборки по ним.

При такой конструкции возникает вопрос с оплатой СФО покупной цены за новые транши, не существовавшие на момент первоначальной продажи и размещения облигаций (в размере суммы новой утилизации клиентами). Поскольку карточная кредитная линия является возобновляемой, то объем задолженности по ней в течение жизни сделки может колебаться от нуля до лимита кредитной карты. Заемщик, например, может в текущем месяце полностью погасить задолженность по карте и в следующем месяце снова взять кредит в размере лимита карты. В этом случае уступка требований в размере новой выборки в пользу СФО произойдет автоматически, и СФО должен будет уплатить покупную цену за такое требование. Гипотетически возможен сценарий, когда СФО придется одновременно заплатить банку значительную сумму, равную лимитам всех возобновляемых кредитных линий в портфеле

¹ Возобновляемые кредитные линии активно используются в проектах секьюритизации кредитов, выданных малому и среднему бизнесу.

(лимитами по всем картам), и если выбор по картам стало больше, чем количество погашений, которое приходит от заемщиков по старой задолженности, то может возникнуть ощутимый по сумме кассовый разрыв между суммой покупной цены, подлежащей оплате за новые требования, и доступными на дату оплаты денежными средствами. Чтобы не допустить нарушения сроков оплаты покупной цены, в документации может быть прописано условие об отсрочке оплаты позднее даты уступки, позволяющее, во-первых, обеспечить соблюдение водопадов платежей и использовать поступления по портфелю в первую очередь на погашение такой задолженности, а во-вторых, дать возможность СФО накопить достаточно средств для оплаты за период между датой уступки и датой оплаты. В рамках сделки Т-Банка для подстраховки также используется возобновляемая кредитная линия от банка, которую СФО может использовать для покрытия кассовых разрывов и поддержки ликвидности. Размер кредитной линии рассчитан с учетом характеристик портфеля Т-Банка и составляет 10 % от первоначального объема кредитного портфеля в сделке.

Дополнительную устойчивость сделке придает значительный по сравнению с любыми другими кредитными продуктами *excess spread* — избыток денежных средств, который остается в распоряжении СФО после покрытия всех текущих расходов. Избыток формируется за счет высокой доходности продукта (кредитных карт) и может быть использован как на закрытие временных кассовых разрывов, так и для покрытия дополнительных расходов СФО.

Операционная сложность сделки с кредитными картами заключается в том, что основной долг по карте состоит из нескольких балансов, к которым применимы разные процентные ставки. Данный аспект потребовал существенных доработок к форме отчета сервисного агента, который Т-Банк использует по собственным сделкам с другими типами активов. На основе сервисного отчета рассчитываются водопады платежей

и суммы выплат владельцам облигаций, поэтому точность данных, приводимых в отчете, критически важна для корректного функционирования сделки. Выстраивание процесса обслуживания и требуемых доработок невозможно без глубокого погружения и вовлечения управляющей и бухгалтерской компании СФО. Подобные доработки требуют времени и должны учитываться в общем графике дебютного проекта с картами.

АНАЛИЗ ПОРТФЕЛЯ И ТРЕБОВАНИЯ К АКТИВУ

С учетом крайне динамичного характера актива винтажный анализ портфеля в привычном понимании не представляется возможным: основной долг портфеля может как увеличиваться, так и уменьшаться на разных временных отрезках, что существенно усложняет сопоставимость и анализ данных в разные периоды времени. В связи с этим обсуждение и моделирование сделки в рамках взаимодействия с рейтинговым агентством заняли значительно больше времени, чем в сделках с менее «динамичными» активами, а ряд вопросов потребовали неординарного подхода к анализу данных и дополнительных расчетов. Для этого банк провел внутренний анализ портфеля и предоставил рейтинговому агентству максимально полную информацию по портфелю карт начиная с 2013 г., таким образом осуществив вместе с рейтинговым агентством беспрецедентно глубокий анализ поведения портфеля кредитных карт на длительном временном промежутке.

Помимо обычного набора требований к портфелю кредитов, закрепленных в эмиссионной документации, таких как кредитное качество заемщиков и доходность портфеля, в портфель по сделке вошли кредитные карты, эмитированные с 2013 г., что показывает высокое качество вызревших активов, а также позволяет с высокой точностью прогнозировать поведение портфеля исходя из поведения разных «поколений» выдачи.

Как и в любой иной секьюритизации, банк несет ответственность за полноту и достоверность информации, предоставленной о портфеле, включая обязан-

ность выкупить у СФО кредиты, не соответствующие заявленным в эмиссионных документах критериям.

МЕХАНИЗМ РАННЕГО РЕАГИРОВАНИЯ

С учетом дебютного характера сделки, а также с целью усиления контроля за кредитным качеством сделки в рамках проекта был реализован распространенный в иностранных юрисдикциях механизм «раннего реагирования» на ухудшение качества портфеля, связанного с ростом числа дефолтов в сделке. Это уникальный для российского рынка механизм, который предполагает создание дополнительного резерва за счет средств из процентного потока в отношении кредитных карт, которые находятся в «преддефолтном» состоянии. Для целей сделки под ним понимается просрочка по карте в промежутке от 60 до 89 дней. По таким кредитам на балансе СФО формируются денежные резервы, которые позволяют снизить размер потенциальных потерь, если качество портфеля не улучшится. При этом, по ожиданиям Т-Банка, вероятность в потребности создания такого резерва будет минимальна исходя из высокого качества портфеля.

ЗАЧЕМ ДЕЛАТЬ СДЕЛКУ

Т-Банк обладает вторым по объему на рынке портфелем кредитных карт и планирует применять этот потенци-

ал и регулярно осуществлять сделки секьюритизации с этим активом, используя различные опции привлечения инвесторов, включая финансовые институты и розничных инвесторов. В рамках первого проекта банк отметил высокий спрос и повышенный интерес со стороны разных групп инвесторов. Помимо снижения процентного риска проекты секьюритизации позволяют банку разгружать капитал и повышать прибыльность группы.

В целом секьюритизация является инструментом оздоровления портфеля: тщательная проверка, которой подвергаются банки, реализующие проекты секьюритизации, как со стороны рейтингового агентства, так и со стороны юристов, а также внутренних подразделений в ходе налаживания и автоматизации процессов продажи и сопровождения, подтягивание ключевых продуктов банка под высокие стандарты рынка капитала позволяют банку повышать уровень финансовых услуг и качество собственного портфеля. В условиях высокой конкуренции на рынке кредитования и повышения давления на банковский капитал переход к повышенному контролю за качеством кредитных продуктов должен дать банку конкурентное преимущество и капитал для выхода на новые рынки.



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»

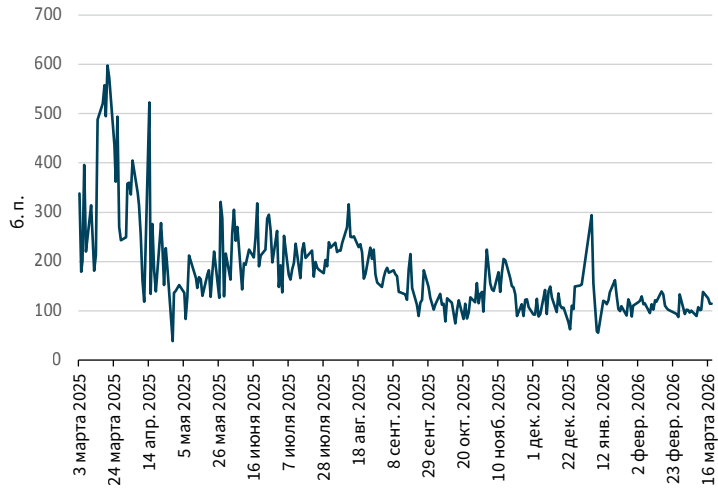


Рисунок 1
Средний G-спред
наиболее ликвидных
облигаций ИА ДОМ.РФ,
базисные пункты
Источник: расчеты автора

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-спреды¹ 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

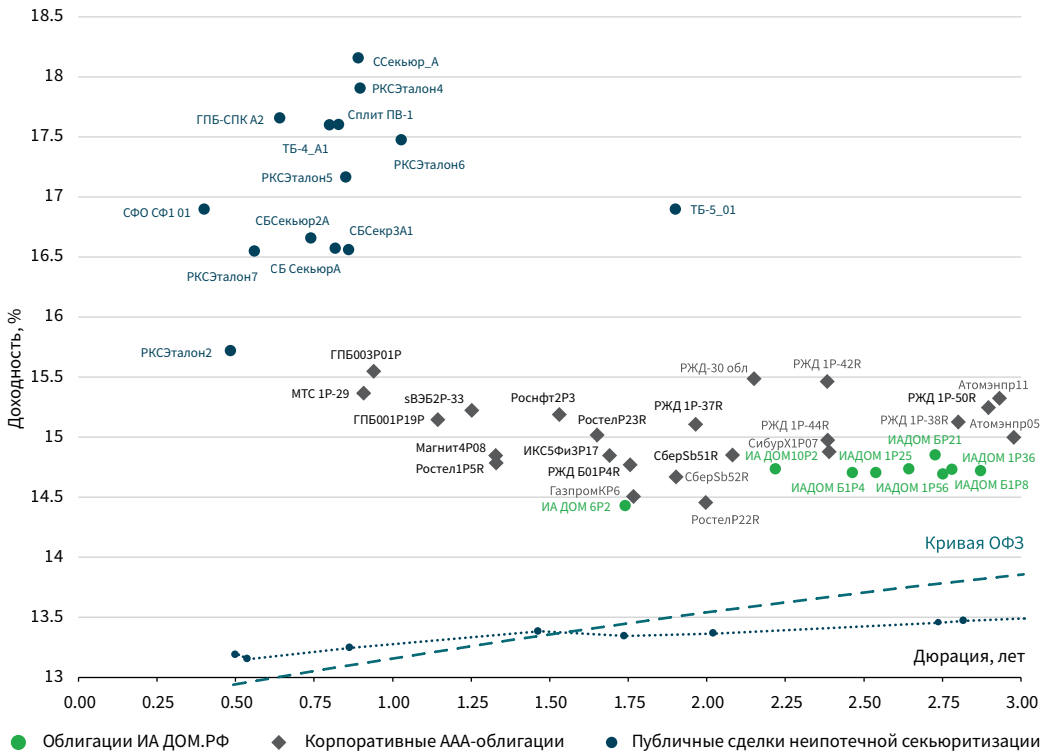
этого определяется динамикой ставок. Когда кредиты гасятся досрочно, происходит досрочная амортизация тела облигации. Когда происходят непредвиденные события (инвесторы по любым другим причинам некорректно оценили предпосылки о досрочном погашении), актуальный срок до погашения может отличаться от ожидаемого. 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 AAA, а вот неипотечные сделки — со значительной пре-

мией. Во многом это объясняется тем, что бумаги ИА ДОМ.РФ имеют поручительство Корпорации ДОМ.РФ, которая сама по себе является одной из крупнейших организаций AAA. 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 AAA 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 originаторов

Выпуск	ISIN	YTM, %	Дюрация, лет	Цена, %	Спред, б. п.	Рейтинг	Оригинатор	Избыточный спред, %	Переобеспе- чение с уче- том 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 Секьюри- тизация 3, А1	RU000A10DD30	16.6	0.7	100.8	313	AAA	Сбербанк	16	140
СБ Секьюри- тизация 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 транширования¹, 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).



Эльдар АСАДУЛЛАЕВ,
директор по структурному финансированию, АО «Банк ДОМ.РФ»

Секьюритизация проектного финансирования с использованием ЗПИФ

В рамках XIV конференции «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России» в секции «Практический блок. Такая разная секьюритизация» выступил директор по структурному финансированию АО «Банк ДОМ.РФ» Эльдар Асадуллаев. В своем выступлении спикер представил взгляд банка на развитие инвестиционных продуктов на базе проектного финансирования, рассказал о ключевых особенностях секьюритизации таких активов и поделился практическим опытом

реализации пилотной сделки с использованием новой структуры для частных инвесторов. Ключевые тезисы — ниже.

Мы видим, что у физических лиц в банках сейчас на депозитах свыше 5 млн руб. — в совокупности это порядка 24 трлн руб. Еще около 10 трлн руб. размещено на биржах и на брокерских счетах в различных типах активов. При этом число инвесторов с брокерскими счетами составляет около 800 тыс. и продолжает заметно расти. Депозиты также демон-

стрируют уверенный рост — об этом, кажется, уже все говорят и знают. При этом рост происходит не только в рублевом, но и в продуктивном выражении. Если посмотреть на динамику числа инвесторов в паи, можно увидеть, что с 2021 г. оно увеличилось почти на 10 млн человек.

В целом рынок, на наш взгляд, продолжит расти. С ЦФА складывается схожая ситуация: сегодня насчитывается около 20 млн владельцев паев и порядка 97 тыс. владельцев ЦФА. Очевидно, что соотношение может измениться, а может и нет. Нам показалось интересным в рамках пилота предложить физическим лицам новый продукт: у них значительные объемы средств и, как кажется, им интересно рассматривать новые инвестиционные инструменты.

Как банк, для которого ключевой частью бизнеса до настоящего времени является проектное финансирование, мы задумались о том, что можем предложить инвесторам доступ к этому рынку в формате инвестиционного продукта. В чем заключается специфика секьюритизации проектного финансирования?

Во-первых, это крупные чеки: средний размер сделки проектного финансирования, по данным Банка России, составляет почти 2 млрд руб.

Во-вторых, возможен сдвиг сроков погашения. У многих был опыт взаимодействия с застройщиками — личный или в кругу знакомых — и известно, что сроки по ряду объективных причин могут переноситься.

В-третьих, проектное финансирование не предполагает промежуточных выплат: все выплаты начинаются с момента ввода объекта в эксплуатацию.

В-четвертых, финансирование возможно только через уполномоченные банки — передать конкретный кредит напрямую невозможно.

Кроме того, часть дохода по проектному финансированию формируется за счет эскроу-счетов, то есть пассивной стороны. По мере наполнения счетов эскроу ставка для застройщиков снижается и при определенном уровне может достигать порядка 0.01 % — это, безусловно, не жестко фиксированное значение, но показательная величина.

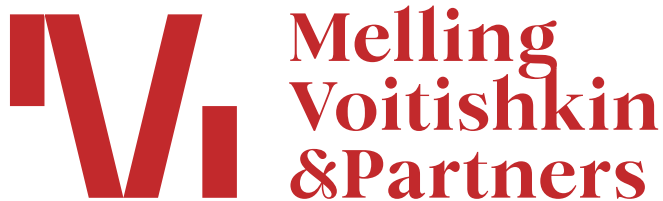
Соответственно, оставшаяся доходность формируется за счет бесплатных пассивов в виде эскроу. На первый взгляд это звучит не слишком привлекательно — особенно с точки зрения упражнений по секьюритизации такого актива. Однако у данного инструмента есть и существенные преимущества.

Среди них — крайне низкий уровень риска: доля банкротств составляет менее 0.01 %, досрочные погашения практически отсутствуют, чаще наблюдается сдвиг сроков вправо. Преобладают плавающие ставки, в основном на уровне «ключевая ставка плюс», а доходность может достигать уровня «ключевая ставка плюс 4», что уже можно транслировать конечному инвестору.

Проанализировав эти параметры, мы пришли к выводу, что возможным решением может стать механизм СФУК (соглашение о финансировании участия в кредите) и ЗПИФ. В рамках пилота мы утвердили правила ЗПИФ, наполнили его собственными средствами — 1 млрд руб. Далее ЗПИФ заключил с банком СФУК, оплатил его, после чего паи были выведены на Московскую биржу. Клиенты private-сегмента могут приобретать их как внебиржевым способом, так и на бирже — при наличии маркетмейкинга доступны и покупка, и продажа.

На текущий момент в рынок реализовано более половины выпуска. При этом мы не делаем агрессивного акцента на продажах, поскольку рассматриваем это как пилотный проект: аккуратно показываем продукт, объясняем его механику, отвечаем на возникающие вопросы.

Важно, что банк сохраняет за собой около 99 % кредитного риска — инвестор фактически входит в сделку вместе с банком. При этом ожидаемая доходность для конечного инвестора составляет порядка «ключевая ставка плюс 3–4 п. п.» в зависимости от наполнения счетов эскроу, сроков и других параметров. Риск передается полностью, без выделения младшего транша, однако, поскольку это наш основной бизнес, банк остается параллельным кредитором и в случае неблагоприятного сценария будет защищать эти средства так же, как собственные.



Более 25 лет на рынках капитала, структурного финансирования, секьюритизации и синдицированного кредитования в России

Более 100 закрытых сделок в России и странах СНГ, включая уникальные, первые в своем роде сделки

Сделки любой сложности на рынках акционерного и долгового капитала, в том числе на стадии pre-IPO и венчурного финансирования, субординированные облигации для банков, «переупаковка» активов, «разгрузка капитала»

Все виды активов для сделок секьюритизации (потребительские кредиты, кредитные карты, лизинг, аренда, факторинг, дебиторская задолженность, кредиты МСП)

Реализация сделок «под ключ»

ЛИДЕР НА РЫНКЕ КАПИТАЛА И СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

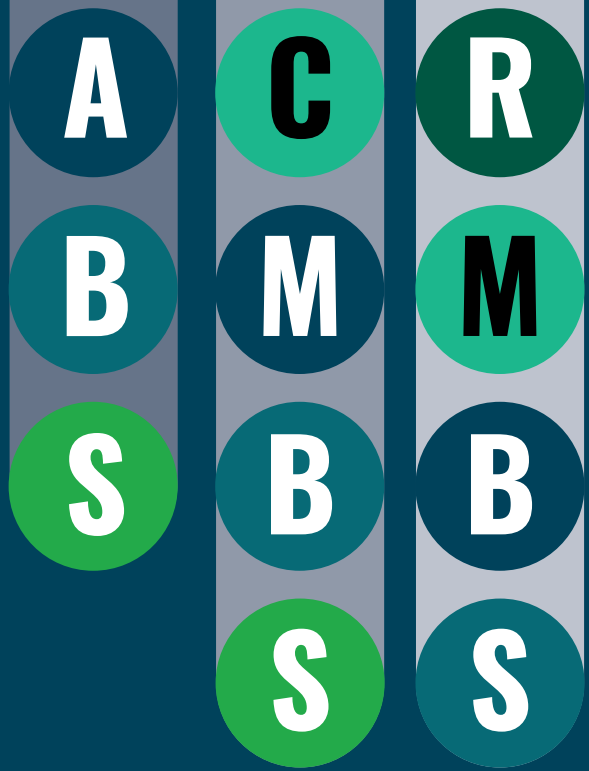
Право-300, Коммерсантъ, Legal 500 EMEA, IFLR, Chambers Europe рекомендуют нас в качестве ведущей фирмы в области рынков капитала, структурного финансирования и секьюритизации в России

Лауреат многочисленных наград: «Сделки и инновации года», «Лучшая сделка по секьюритизации активов», «Ведущая юридическая фирма в России»

Контакты:

Россия, 125196 Москва,
ул. Лесная, 9
Белые Сады, 10 этаж
+7 495 787-27-00
mv.legal

Сергей Самохвалов
Партнер
Sergey.Samokhvalov@mv.legal



ABS Style



Анастасия ГЛЕБОВА,
генеральный
директор, Рекрутмент
бутик «СМАРТ»

Секьюритизация-2025: рынок штучных специалистов

Если классический банковский рынок труда живет понятными циклами — активным наймом, заморозкой подбора, оптимизацией штата, — то мир секьюритизации существует в своем отдельном измерении. Это по-прежнему камерный сегмент. Здесь не формируют команды «на поток», не нанимают десятками молодых специалистов и крайне редко берут людей «на вырост». Каждая сделка — «штучная сборка». Каждый специалист — часть сложной конструкции, где слабое звено способно затормозить весь процесс. И 2025 год это только подчеркнул: объемы сделок растут быстрее, чем рынок людей, способных такие сделки делать.

ОБЪЕМЫ РЫНКА: РОСТ, КОТОРЫЙ УПИРАЕТСЯ В ЛЮДЕЙ

Чтобы понять, почему хороших специалистов не хватает даже в спокойные годы, достаточно посмотреть на масштаб и динамику.

- Неипотечная секьюритизация в 2025 г. (бумаги, обеспеченные правами требования по кредитам и т. п.): по данным «Эксперт РА», 229 млрд руб. размещений, что примерно в 5 раз больше, чем годом ранее. Крупнейшими банками-инициаторами выпусков названы ВТБ, Т-Банк и Сбербанк.

- Ипотечная секьюритизация: «Эксперт РА» оценивал объем размещения ипотечных бумаг за прошлый год примерно в 680 млрд руб.

- На платформе ДОМ.РФ в 2025 г. размещено 11 выпусков ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) на 670 млрд руб.; а в обращении — 80 выпусков на 2.16 трлн руб. ДОМ.РФ также отмечает, что на ИЦБ приходится 99.3% объема ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

Когда рынок за год делает такой скачок по объемам, он неминуемо упирается в людей, потому что сделку можно ускорить процессами, но накопленный опыт нельзя ускорить.

ОСНОВНЫЕ ИГРОКИ — 2025: КТО ДЕЛАЕТ РЫНОК

Если говорить именно о заметной активности в публичном поле:

Ипотечный сегмент:

- **ДОМ.РФ** — как инфраструктурная платформа и ключевой драйвер рынка ИЦБ;
- среди банков-инициаторов выпусков ИЦБ в 2025 г. звучат: **Сбербанк, Альфа-Банк, ВТБ, Металлинвестбанк и Банк ДОМ.РФ.**

Неипотечная секьюритизация:

- В 2025 г. по рынку неипотечной секьюритизации в публичных материалах фигурируют: **ВТБ, Т-Банк, Сбербанк, Альфа-Банк, Совкомбанк, Газпромбанк, Яндекс-банк, Синара.**

Важный маркер: эксперты ожидали, что в 2026 г. объем неипотечной секьюритизации может превысить 500 млрд руб., то есть рынок планирует продолжение роста.

Отдельно стоит отметить растущий интерес к применению инструментов секьюритизации в инфраструктурных и проектных портфелях, в том числе в периметре институтов развития, включая ВЭБ.РФ. Пока такие сделки носят точечный характер, однако потенциал этого сегмента значителен.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ И СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ: ГРАНИЦЫ СТИРАЮТСЯ

Логика мышления действительно похожа: комбинация базовых активов + риск-профиль + правовая оболочка + документация + четкая настройка триггеров/ограничений. Поэтому переходы между этими мирами становятся естественными.

• Структураторы, привыкшие к деривативам, прайсингу, подтверждениям сделок, ISDA/RISDA и плотной коммуникации с трейдингом/юристами/продажами, часто органично встраиваются в специализированное финансовое сообщество (СФО)/секьюритизацию (особенно в части экономики, кеш-флоу (cash flow), стрессов и «прошивки» рисков в структуру).

• Специалисты из секьюритизации часто становятся сильными «архитекторами» сложных инвестиционных решений, потому что умеют думать траншами, приоритетами выплат, ковенантами и защитными механизмами.

Рынок все чаще ценит универсалов, способных видеть продукт целиком — от идеи до размещения и последующего сопровождения.

КОГО РЕАЛЬНО ИЩУТ (И ПОЧЕМУ ТАКИХ МАЛО)

1. «Архитекторы экономики сделок» — структураторы

Главным дефицитом являются структураторы с реальным опытом закрытых сделок. Не те, кто «участвовал», а те, кто выстраивал механику траншей, закладывал триггеры, моделировал cash flow и согласовывал структуру с юристами, инвесторами и рейтинговыми агентствами.

2. Аналитики по моделированию и портфелям

Это люди, которые понимают поведение пула активов и умеют считать cash flow не «в среднем по больнице», а по сценариям. Усиливается запрос на техническую глубину (вплоть до автоматизации и моделирования, а отличное знание и применение Python — теперь «маст») — без этого современные команды секьюритизации становятся медленными.

3. Юристы со сделочным опытом

Эксперты по SPV, ковенантам, уступкам, структуре выпуска и документации почти не видны на открытом рынке. Это обычно люди, которых ищут через нас — хэдхантеров, рекрутинговые агентства, «передают из рук в руки» по рекомендациям.

ВАКАНСИИ И ЗАРПЛАТЫ: ПОЧЕМУ НА hh НЕ ВИДНО, А РЫНОК ЖИВ

Про вакансии

Секьюритизация не тот сегмент, который живет открытыми размещениями. Вакансии часто «прячутся» у рекрутинговых агентств — мы, Рекрутмент бутик «СМАРТ», успешно нашли финалистов в 2025 г. для ряда крупных и активных игроков этого рынка. Вакансии скрыты под формулировками structured finance, «рынки капитала», «инвестиционные решения». Значительная часть подбора идет через прямой поиск и рекомендации.

При этом лидеры рынка, такие как Совкомбанк, Альфа-Банк, ДОМ.РФ

и Т-Банк, точно выходят в публичное поле в поиске аналитиков, юристов и структураторов.

Про зарплаты: рынок без прайс-листа

Уровень дохода здесь определяется не «сеткой», а переговорной позицией и портфелем сделок. Например, в 2025–2026 гг. ориентир пожеланий кандидатов-структураторов в Москве составляет от 400 тыс. руб. (гросс) до 700–800 тыс. руб. в месяц для топовых экспертов. Важной составляющей остается бонусная часть, которая напрямую привязана к результату.

Почему дефицит будет только усиливаться

В секьюритизации практически не работает принцип «нанять и научить». Цена

ошибки высока, цикл сделки длинный, а репутационные риски значительны. Поэтому кадровый голод здесь не количественный, а качественный.

Эксперты ожидают, что объем неипотечной секьюритизации в 2026 г. может превысить 500 млрд руб. Если этот прогноз реализуется, рынок снова столкнется с тем же ограничением — нехваткой специалистов, способных вести сложные сделки — от идеи до закрытия.

Секьюритизация остается нишей, где карьеру строят не быстрыми скачками, а накоплением редкого опыта. И именно этот опыт со временем становится главным профессиональным капиталом как для специалистов, так и для компаний, которые умеют его привлекать и удерживать.



ПОМОГАЕМ СТРУКТУРИРОВАТЬ РАЗУМНО

- ✓ УК, БО, расчетный агент, ПВО
- ✓ выпуски структурных облигаций
более чем на 430 млрд рублей
- ✓ 31 СФО под управлением

8 (800) 250-70-15

am.solid@solid-mn.ru

Реклама



Лица секьюритизации

ВТБ



Денис СКРИПКИН,

руководитель дирекции по работе с госпрограммами и новыми активами, Банк ВТБ (ПАО)

Специализируется на структурировании транзакций и взаимоотношениях с инвесторами. В Группе ВТБ работает с 2006 г., опыт работы в банковском секторе — более 20 лет. За время своей профессиональной карьеры принимал активное участие и руководил проектами по секьюритизации различных типов активов общим объемом свыше 1 трлн рублей. В 2004–2006 гг. работал советником заместителя Председателя Правления АКБ РОСБАНК. Окончил физический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова и магистратуру Высшей школы экономики. В 2011 г. получил звание Chartered Financial Analyst, член Ассоциации CFA (Россия).



Андрей СУЧКОВ,

заместитель руководителя Департамента инвестиционных продуктов — начальник Управления секьюритизации — старший вице-президент, Банк ВТБ (ПАО)

С начала 1990-х гг. непосредственно участвовал в разработке концептуальной, нормативно-законодательной и институциональной основ жилищного ипотечного кредитования в России. Один из учредителей, член Совета фонда «Институт экономики города» — российской некоммерческой организации, ведущего центра разработки жилищной реформы в РФ, работал исполнительным директором фонда. Один из разработчиков концепции и создателей Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (ныне — ДОМ.РФ). С 1997 по 2000 г. — заместитель генерального директора агентства. С 2002 г. работает в ВТБ. Под его руководством в банке было создано и получило развитие новое направление — жилищное ипотечное кредитование. В 2006 г. осуществил первую в России сделку по секьюритизации портфеля ипотечных кредитов. С тех пор ВТБ остается неизменным лидером российского рынка секьюритизации, банк реализовал десятки сделок секьюритизации собственных активов, включая ипотеку, потребительские кредиты, автокредиты, а также предоставляет комплексные услуги по организации и сопровождению сделок для своих клиентов. Автор многочисленных публикаций по проблемам секьюритизации. Окончил экономический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова, кандидат экономических наук.

Т-банк



Виктор КИСЕЛЕВ,
руководитель Управления структурированных
продуктов и секьюритизации, Т-Банк

Работает в Тинькофф Банке с 2019 г., возглавляет направление секьюритизации активов и структурных продуктов. До этого работал в МСП Банке, также был руководителем управления структурного финансирования в «ВЭБ Капитале» и управляющим директором в группе ВТБ, где занимался секьюритизацией различных классов активов (ипотека, автокредиты, дебиторская задолженность), а также структурным и торговым финансированием для корпоративных клиентов и организацией финансирования на рынке заемного капитала.



Мария ТИМОФЕЕВА,
руководитель направления, Структурирование, Т-Банк

Мария обладает более чем 15-летним опытом работы в банковском секторе. Занимается в Т-Банке структурными сделками, в том числе секьюритизацией различных активов. До этого работала в корпоративно-инвестиционном блоке банка «Открытие». Окончила РЭУ им. Г. В. Плеханова по специализации «Финансовый менеджмент».

ДОМ.РФ

Елена МУЗЫКИНА,
директор подразделения «Секьюритизация», АО «ДОМ.РФ»

Имеет 17 лет опыта организации и сопровождения различных по структуре сделок секьюритизации: размещены более 90 выпусков ипотечных облигаций объемом более 2.6 трлн руб., в качестве оригинаторов в выпусках выступают многочисленные банки из всех сегментов рынка. В части последних значимых вех развития рынка ипотечной секьюритизации отвечала за разработку процессов и документации для секьюритизации субсидируемых ипотечных кредитов, в том числе с залогом прав по ДДУ, а также за организацию ESG-выпусков ипотечных облигаций. Курирует создание цифровой платформы ДОМ.РФ для сделок секьюритизации. Принимает участие в разработке нормативной правовой базы ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг. Является членом совместного комитета СРО НФА — Ассоциация «Россия» по секьюритизации, входила в состав экспертного совета по секьюритизации финансовых активов при Банке России. Автор многочисленных статей, касающихся проблематики ипотечной секьюритизации. Окончила Финансовый университет при Правительстве РФ и The Open University в Великобритании (профессиональный сертификат «Менеджмент»).



Александр ТАЛАЧЕВ,
вице-президент — директор по рынкам
капитала, Банк ДОМ.РФ



Возглавляет направление по организации и сопровождению сделок на рынках капитала. Под его руководством Банк ДОМ.РФ выступает опорным организатором привлечения долгового и акционерного финансирования как для крупнейших российских компаний, так и для Группы ДОМ.РФ, в том числе в рамках проведенного в ноябре 2025 г. IPO, ставшего крупнейшим на российском рынке за последние 5 лет.

Окончил экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова в 2011 г. и юридический факультет МГУ в 2014 г. В 2022-м окончил обучение в РЭШ по программе Masters in Finance (MiF) для профессионалов с опытом.

Меллинг, Войтишкин и партнеры



Сергей САМОХВАЛОВ,
партнер, юридическая фирма «Меллинг,
Войтишкин и партнеры»

Сергей с 2005 г. консультирует клиентов по вопросам, связанным с рынком капитала, структурным финансированием и секьюритизацией. Более 15 лет работал в международной юридической фирме Baker McKenzie — одном из лидеров мирового рынка секьюритизации и структурного финансирования (после отделения от глобальной фирмы — «Меллинг, Войтишкин и партнеры»). Принимал активное участие в становлении рынка секьюритизации в России. Самые первые проекты по российскому праву были реализованы и структурированы с участием Сергея. Участвовал в реализации более чем 50 проектов секьюритизации и структурного финансирования, включая множество первых в своем роде и уникальных проектов, получивших профессиональные награды. Консультировал крупнейшие российские и иностранные банки, а также рейтинговые агентства по юридическим аспектам подобных проектов. Реализация сложных структурных проектов часто требует кругозора и комплексного понимания того, как такие проекты структурируются в иностранных юрисдикциях, в которых они зародились, а также точного понимания ожиданий рейтинговых агентств и инвесторов.

FOCUS Management



Анна ГОРЕЛОВА,
генеральный директор, FOCUS Management

Анна имеет более чем 10-летний опыт консультирования крупных российских и международных корпораций и финансовых институтов по широкому спектру вопросов, связанных с рынками капитала. Сопровождала первые выпуски структурных облигаций по российскому праву, непосредственно принимая участие в становлении этого рынка в России, а также сопровождала первую в стране секьюритизацию потребкредитов и NPL, полностью структурированные в российском правовом поле.

С 2022 г. Анна возглавляет FOCUS Management — управляющую компанию СФО, под управлением которой более 45 SPV, обслуживающих различные выпуски структурных и секьюритизационных продуктов. Уже 2 года подряд FOCUS Management получает награду Cbonds Awards в номинации «Лучшая управляющая компания СФО».

Анна включена в индивидуальный рейтинг юристов в категории «Рынки капитала», по версии одного из ведущих в России рейтинговых агентств «Право-300», — 2023–2025.

Является автором более 35 статей, посвященных российскому долговому рынку, выступает на семинарах по вопросам, связанным с рынками капитала.

Окончила Московский государственный университет им. О. Е. Кутафина по специальности «Юриспруденция». Имеет степень магистра.



Надежда ГРИШАНЕНКО,
руководитель направления бухгалтерского
сопровождения, FOCUS Management

Имеет опыт более 10 лет на рынке секьюритизации в качестве специалиста по бухгалтерскому обслуживанию ипотечных агентов, специализированных финансовых обществ и компаний специального назначения. Ее опыт включает работу в самых крупных и известных управляющих компаниях SPV на российском рынке. С 2022 г. возглавляет направление бухгалтерского сопровождения в FOCUS Management, под управлением которого сейчас находится более 45 SPV. Надежда вовлечена в работу по сделкам с самого первого запроса клиента, что обеспечивает планомерный переход от идеи к реализации и дальнейшему бухгалтерскому и налоговому обслуживанию любого проекта. На базе FOCUS Management Надежда приняла участие в структурировании более чем 80 сделок.

Окончила Финансовый университет при Правительстве РФ по специальности «Бухгалтерский учет, анализ и аудит».

РЕГИОН



Анна ЗАЙЦЕВА, генеральный директор,
Депозитарная компания «РЕГИОН»

Свою профессиональную деятельность начала в 1997 г. В Группе компаний «РЕГИОН» с 2000 г. В 2003 г. становится исполнительным директором Депозитарной компании «РЕГИОН», а с 2006-го возглавляет компанию в должности генерального директора. Под руководством Анны ДК РЕГИОН стала одним из крупнейших и динамично развивающихся специализированных депозитариев страны. Анна принимает активное участие в рабочих группах по совершенствованию законодательства об ипотечных ценных бумагах. Окончила Московский инженерно-физический институт (Технический университет) по специальности «Прикладная математика». Получила степень MBA по специальности «Стратегический менеджмент и предпринимательство» в высшей школе MBA «Integral» РЭА им. Г. В. Плеханова



Асият ТОЛМАЧЕВА, руководитель Управления
секьюритизации, Депозитарная компания «РЕГИОН»

В ДК РЕГИОН пришла в 2006 г. в отдел секьюритизации, занималась трансграничными сделками с зарубежными инвестиционными банками. С 2013 г. является начальником отдела специализированного депозитария по обслуживанию ипотечных ценных бумаг. С января 2025 г. является руководителем Управления секьюритизации. Участник рабочей группы в НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка). Окончила Московский институт экономики, политики и права по специальности «Финансы и кредит», переводчик корпоративной корреспонденции.

СБЕР

Павел ВАСИЛЬЕВ,
управляющий директор управления структурных
продуктов департамента глобальных рынков, Сбербанк

Павел работает на российском финансовом рынке с 1999 г., занимая различные должности в ведущих российских инвестиционных организациях: «Ренессанс Капитале» (до 2010 г.), ВТБ (с 2010 по 2012 г.) и в Сбербанке. Работая в Сбербанке более 12 лет, Павел участвовал во внедрении большого числа инициатив, которые успешно используются всем российским рынком: облигации со структурным доходом, структурные облигации, другие типы инвестиционных продуктов и сделок. Павел представляет Сбербанк в Российском определяющем комитете, учрежденном НФА и НАУФОР.

В 1997 г. Павел окончил Московский государственный институт международных отношений по специальности «Юрист-международник». Участвовал в качестве спикера во многих профильных конференциях, является автором и соавтором статей по профессиональной тематике.



**Андрей ЛИТВИНЦЕВ,**

исполнительный директор управления структурных продуктов департамента глобальных рынков, Сбербанк

Андрей работает на рынке секьюритизации более 25 лет, из которых 20 лет — на trading floors американских финансовых компаний, последние пять лет работает в Сбербанке. С 2001 по 2008 г. — структуратор, банкир, руководитель структураторов на trading floors крупных банков Нью-Йорка. Позднее выступал в роли трейдера, портфельного управляющего, руководителя сейлз и трейдинговых подразделений.

В 1996 г. окончил с красным дипломом Московский физико-технический институт, в 2001 г. получил степень Doctor of Philosophy в области физики в Университете Стони-Брук в США. Имеет сертификаты CFA (Chartered Financial Analyst) и CMT (Chartered Market Technician). Андрей также преподает курс «Основы секьюритизации» в магистратуре МИЭФ НИУ ВШЭ.

Совкомбанк

Андрей КОРОЛЕВ,

руководитель, Управление секьюритизации и инвестиционных решений, ПАО «Совкомбанк»

Более 15 лет занимает руководящие позиции в российских и иностранных компаниях финансового сектора. Основная сфера компетенций — управление и развитие бизнеса в сфере финансов, консультирования и управления рисками. Специализируется на структурировании проектов секьюритизации и иного структурированного финансирования. В Совкомбанке курирует проекты, связанные с использованием сложноструктурированных финансовых инструментов, а также отвечает за развитие новых направлений деятельности, включая проекты, связанные с целями устойчивого развития, рейтинговое и ESG-консультирование. Окончил МГТУ им. Н. Э. Баумана и МГУ им. М. В. Ломоносова.

**Тхао Ми ЧАН,**

руководитель направления в Управлении секьюритизации и инвестиционных решений, ПАО «Совкомбанк»

С 2021 г. занимается структурированием сделок секьюритизации. В Совкомбанке курирует полный цикл проектов: от организации и финансового моделирования до сопровождения после размещения.

Окончила Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» и Лондонский университет по специализации «Экономика и финансы».



Солид Менеджмент



Александр РАЗУМНЫЙ,
директор департамента клиентских
отношений, «СОЛИД Менеджмент»

Опыт работы на финансовых рынках с 2002 г. Стоял у истоков российского рынка секьюритизации. Выступал в качестве руководителя сделок по международной секьюритизации ипотечного портфеля ОАО «КИТ Финанс Инвестиционный банк» в 2007 г. Работал в Финансовой корпорации «Открытие», где под его руководством были закрыты десятки сделок по привлечению средств на финансовых рынках и M&A с элементами структурного финансирования в российском и международном контуре.

В 2019–2023 гг. занимался построением и развитием синдицированного кредитования в ПАО «АК БАРС» БАНК. В 2025 г. окончил с отличием программу Executive MBA Московской школы управления «СКОЛКОВО». В 2026 г. присоединился к команде АО «СОЛИД Менеджмент».

В 2002 г. окончил математико-механический факультет Санкт-Петербургского государственного университета.



Владимир ЛЕНТИЩЕВ,
директор департамента сделок структурного
финансирования и секьюритизации, «СОЛИД Менеджмент»

Карьеру на рынках капитала начал в 2020 г. в компании TMF RUS, где прошел путь от младшего юриста до исполняющего обязанности менеджера направления.

В 2023 г. присоединился к команде АО «СОЛИД Менеджмент», где в настоящее время руководит департаментом сделок структурного финансирования и секьюритизации.

Автор ряда профессиональных статей по вопросам структурного финансирования и рынков капитала.

Имеет две ступени высшего образования по специальности «Юриспруденция»: бакалавриат и магистратуру Московского государственного юридического университета им. О. Е. Кутафина (МГЮА).

Группа Тревич

Луиза ЛЕСНАЯ,
директор, Группа Тревич

Работала на различных позициях в компаниях энергетического сектора, в сфере венчурного финансирования. В 2017 г. присоединилась к команде Группы Тревич в качестве исполнительного директора. В настоящее время руководит группой. Формирование и поддержание четких бизнес-процессов, соответствующих запросам рынка, — основная задача руководителя группы. Окончила Дальневосточный государственный университет.





Надежда ЛЕБЕДЕВА,

руководитель юридической практики, Группа Тревич

Обладает 24-летним опытом юридической работы, в том числе более 18 лет — в сфере финансовых рынков и секьюритизации. Участвовала в нормотворческой деятельности на этапе становления и развития рынка секьюритизации в России. Принимала участие в разработке пилотных сделок ипотечной и неипотечной секьюритизации, в том числе сделки ИЦБ с поручительством. Обладает опытом юридического сопровождения компаний специального назначения — как внутреннего сопровождения, так и структурирования сделки и непосредственной подготовки эмиссионной и договорной документации. Юридическая практика Группа Тревич активно занимается не только сопровождением сделок секьюритизации, но и подготовкой полного корпуса документов для запуска сделки. Личный опыт руководителя и компетенции команды позволяют предоставлять широкий спектр услуг в области юридического сопровождения сделок секьюритизации. С отличием окончила юридический факультет Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского.

«Эксперт РА»

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

До прихода в АО «Эксперт РА» работал в АО «ДОМ.РФ», где занимал должность руководителя направления структурирования сделок в управлении секьюритизации. Ранее возглавлял финансово-экономические управления в АБ «ГПБ-Ипотека» (АО) и АО «Банк БЖФ». На российском финансовом рынке более 15 лет. Имеет обширный опыт структурирования сделок ипотечной секьюритизации, в том числе на международных рынках, а также подготовки мультиоригинаторных ипотечных выпусков. Также принимал участие в структурировании сделок секьюритизации потребительских кредитов, кредитов МСП и дебиторской задолженности. В «Эксперт РА» работает над присвоением рейтингов выпускам секьюритизации, проектного финансирования и цифровых финансовых активов. В 2010 г. с отличием окончил механико-математический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова. В 2013 г. получил ученую степень кандидата физико-математических наук.

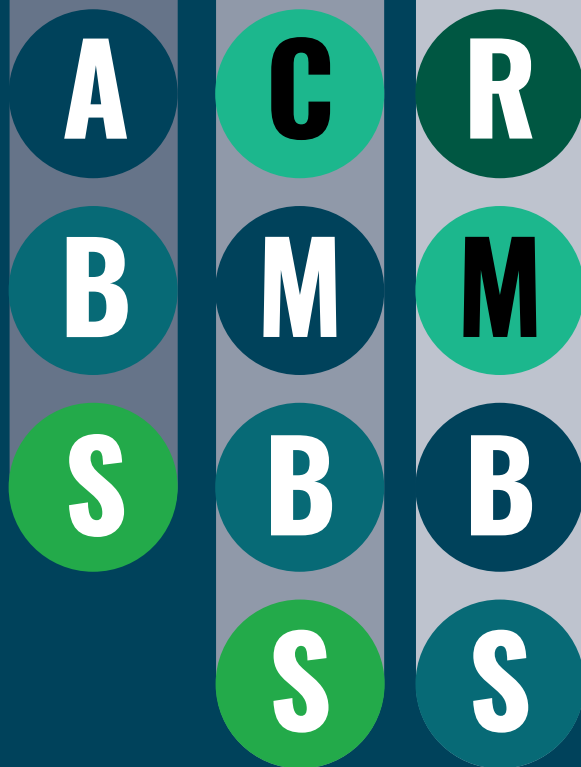


Ассоциация банков России



Олег ИВАНОВ,
сопредседатель Комитета по инвестиционным банковским
продуктам, Ассоциация банков России, доцент кафедры
банковского права МГЮА им. О. Е. Кутафина

С 1995 г. вовлечен в деятельность по совершенствованию банковского законодательства и законодательства о рынке ценных бумаг. В качестве помощника депутата Госдумы, советника и вице-президента Ассоциации банков России принимал участие в подготовке Закона о рынке ценных бумаг (1996 г.), Закона об ИЦБ (с 1999 г.), Закона о секьюритизации (с 2005 г.), Закона о потребительском кредите (с 2007 г.), Закона о синдицированном кредите (с 2014 г.) и других законодательных актов. Курировал подготовку стандартной документации на рынке синдицированного кредитования в Ассоциации банков России. С 2018 г. преподает магистерские курсы «Секьюритизация и проектное финансирование» в МГЮА и «Правовое регулирования банковского кредитования» в ВШЭ. Член Комитета по стандартам деятельности кредитных организаций при Банке России. Перевел несколько монографий о секьюритизации, деривативах и кредитовании с немецкого и английского языков. Автор 7 монографий и более 100 статей по тематике регулирования финансового рынка.



Приложение 1

Участники рынка

Компании — организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке

Название	Сайт
Sber CIB	https://sbercib.ru
Абсолют Банк	https://absolutbank.ru
АЛОР БРОКЕР	https://alorbroker.ru
Альфа-Банк	https://alfabank.ru
Атон	https://aton.ru
Банк «Держава»	https://derzhava.ru
Банк «ДОМ.РФ»	https://domrfbank.ru
БК Регион	https://region.broker
БКС КИБ	https://bcs-bank.ru
ВТБ Капитал Трейдинг	https://vtbcapital.ru
Газпромбанк	https://gazprombank.ru
Диалот	https://dialot.ru
ИК Риком-Траст	https://ricom.ru

Название	Сайт
Инвестиционный банк Синара	https://sinara.ru
ИФК «Солид»	https://solidbroker.ru
Металлинвестбанк	https://metallinvestbank.ru
Московский кредитный банк	https://mkb.ru
МСП Банк	https://mspbank.ru
Промсвязьбанк	https://psbank.ru
Райффайзенбанк	https://raiffeisen.ru
Совкомбанк	https://sovcombank.ru
Т-Банк	https://tbank.ru
Транскапиталбанк	https://tkbbank.ru
ТРИНФИКО	https://trinfico.ru
Экспресс-Кредит	https://expresskd.ru



Банк ВТБ – системообразующий универсальный российский банк, один из лидеров рынка финансовых услуг. Банк работает со всеми категориями клиентов – крупным, средним и малым бизнесом, индивидуальными предпринимателями, самозанятыми и физическими лицами.

Группа ВТБ включает более 20 кредитных и финансовых компаний, которые работают во всех основных сегментах финансового рынка.

С более подробной информацией можно ознакомиться на сайте: www.vtb.ru

8 800 100 24 24 / VTB.RU

БАНК ВТБ (ПАО). ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 1000



SberCIB – выделенный бизнес-сегмент в составе корпоративно-инвестиционного блока Сбербанка, который работает с крупнейшими клиентами. Данное направление бизнеса предоставляет широкий спектр финансовых решений: от традиционного кредитования до мезонинного и акционерного финансирования, а также хеджирование валютных, процентных и товарных рисков, операции на финансовых рынках, инвестиционную аналитику и сопровождение сделок.

Эксперты компании оказывают полный спектр услуг по секьюритизации, включая:

- анализ активов будущего оригинатора;
- разработку эффективной структуры портфеля;
- сопровождение процесса взаимодействия с инвесторами, в том числе премаркетинг, и размещение;
- консультационную поддержку оригинатора на всем протяжении жизни сделки;
- прочие услуги.

Команда SberCIB работает как с институциональными инвесторами, так и с клиентами брокерского обслуживания Сбербанка и имеет успешный опыт проведения сделок ипотечной секьюритизации совместно с ДОМ.РФ (общим объемом более 1,7 трлн рублей*), секьюритизации собственных потребительских кредитов (совокупный портфель размещений превысил 35 млрд рублей**) и организации многотраншевых секьюритизаций для других банков.



*Данные Сбера, 2021–2025 гг.

**Данные Сбера, 2024–2025 гг.

Наименование SberCIB используется в качестве бренда для идентификации продуктов и услуг, не является фирменным наименованием. В зависимости от типа продукта, юрисдикции сторон и применимого права стороной по сделке может выступать одна из компаний группы ПАО Сбербанк. Реклама. Рекламодатель: ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015, лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003. Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, 19, тел.: +7 (495) 500 55 50, 8 800 555 55 50; www.sberbank.ru.

На правах рекламы



ДОМ.РФ – финансовая группа компаний. Более 28 лет занимается развитием жилищной сферы России.

Развитие ипотечной секьюритизации – одно из основных направлений деятельности ДОМ.РФ. Компания обеспечивает инфраструктуру для выпуска и предоставляет поручительство по стандартизированным однотраншевым ипотечным облигациям, помогая снижать риски на рынке ипотечного жилищного кредитования и ипотечных ценных бумаг.

С 2016 года состоялось 83 выпуска облигаций на сумму более 3,5 трлн рублей. Сегодня ИЦБ ДОМ.РФ составляет 99% от общего объема ипотечных ценных бумаг и более 6% от всех корпоративных облигаций в обращении.

На правах рекламы



ПАО «Совкомбанк» — крупный частный универсальный банк, входящий в топ-10 крупнейших банков страны по размеру активов (активы: 4,3 трлн руб. по МСФО на 30.09.25) и в топ-10 по объему вкладов населения.

- Входит в топ-4 частных банков по размеру капитала и активов. Банк представлен 2 тыс. офисов в 81 регионе РФ.
- Группа Совкомбанка обслуживает 10 млн активных розничных клиентов и 300 тыс. компаний. В Банке работают 38 тыс. сотрудников.
- Кредитные рейтинги Банка: Эксперт РА (ruAA, стабильный), АКРА (AA, стабильный), НКР (AA, стабильный).

Экспертиза в действии.
Лучшая сделка секьюритизации.
Премия Cbonds Awards.

ПАО «Совкомбанк»

123022, г. Москва, 1-й Земельный
переулок, 1 БЦ «Земельный»

+7 495 988 93 70

cib@sovcombank.ru
sovcombank.ru

Генеральная лицензия №963 от 5 декабря 2014 г.

На правах рекламы

Альфа Банк

**Лучший банк для
масштабного бизнеса**



alfabank.ru

Альфа-Банк — крупнейший универсальный частный банк в России. Развивается в формате неотех-платформы, предлагая клиентам бесшовный цифровой опыт решения финансовых и повседневных задач.

АО «Альфа-Банк». Ген. лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16.01.2015. Лучший цифровой банк для масштабного бизнеса по версии «Национальная Банковская Премия 2025».

На правах рекламы



Т-Банк — первый в России цифровой банк

- Сегодня это целая экосистема технологичных сервисов, которые помогают решать множество финансовых и повседневных задач, связанных с образом жизни.
- Услуги и поддержка доступны 24/7 онлайн — в удобном банковском приложении.

Системно значимый банк с универсальной лицензией и сильной линейкой кредитных продуктов. Для частных клиентов это кредитные карты, потребительские кредиты и рассрочки. А также оборотные кредиты, овердрафты, банковские гарантии и кредиты под госконтракт — для бизнеса.

АО «ТБанк», 127287, г. Москва, ул. 2-я Хуторская, д. 38а, стр. 26, tbank.ru
Управление структурированных продуктов и секьюритизации, sft@tbank.ru

На правах рекламы

Топ-20 банков-оригинаторов —
участников Высшей ипотечной лиги*

№	Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2025 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2024 году, %
1	Сбербанк	3 053 929	21.1
2	ВТБ	432 774	-56.9
3	Альфа-Банк	408 219	-9.6
4	Банк ДОМ.РФ	170 441	-16
5	Совкомбанк	138 298	-10.2
6	Т-Банк	71 864	34.6
7	Санкт-Петербург	58 864	116.8
8	МКБ	44 916	92.8
9	ПСБ	42 978	-66.5
10	Уралсиб	39 701	68.6
11	Абсолют Банк	38 023	14.7
12	ВБРР	19 198	121.3

* Топ-20 ведущих ипотечных банков по итогам 2025 года, согласно рейтингу компании ООО «РУСИПОТЕКА».

№	Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2025 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2024 году, %
13	Металлинвест-банк	16 958	-8.3
14	АТБ	13 661	-28.5
15	Центр-инвест	11 693	-42.5
16	Примсоцбанк	8606	-29.1
17	Левобережный	8215	-45.4
18	Кубань Кредит	6854	-38.3
19	БЖФ Банк	6445	9.1
20	Транскапиталбанк	3705	-67.8

Источник: РУСИПОТЕКА

Российские рейтинговые агентства

Название	Сайт
АКРА	https://acra-ratings.ru
Эксперт РА	https://raexpert.ru
Национальные Кредитные Рейтинги	https://ratings.ru
Национальное Рейтинговое Агентство	https://ra-national.ru

Юридические и финансовые консультанты

Название	Сайт
Baker & McKenzie	https://bakermckenzie.com
Clifford Chance	https://cliffordchance.com
LECAP	https://lecap.ru
FOCUS Management	https://uk-focus.ru
Trewetch Group	https://trewetch-group.ru
«АБ Проспект»	https://prospect-lf.ru
«Деловые Решения и Технологии»	https://delret.ru
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»	https://epam.ru
«Иванян и партнеры»	https://ivanyan.partners
«Корельский, Ищук, Астафьев и партнеры»	https://kiaplaw.ru
«Ласета Партнерс»	www.laseta-partners.ru
«Линия права»	https://lp.ru
«Линклейтерз»	https://linklaters.com
«Меллинг, Войтишкин и партнеры»	https://mv.legal
«СОЛИД Менеджмент»	https://solid-mn.ru/



8 (800) 250-70-15
8 (495) 228-70-15
am.solid@solid-mn.ru
solid-mn.ru

АО «СОЛИД Менеджмент»

управляющая компания с 1997 года

Наши продукты: открытые паевые инвестиционные фонды (ОПИФ), биржевые паевые инвестиционные фонды (БПИФ), закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ), доверительное управление (ДУ), личные фонды (ЛФ), секьюритизация активов (СФО), эндаументы (ФЦК)

ПОМОГАЕМ ДЕЛАТЬ
ДОЛГОСРОЧНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ
РАЗУМНО

Нам доверяют лидеры рынка:

ЯНДЕКС, VK, OZON, SKYENG, «ДЕТСКИЙ МИР»,
«НОРНИКЕЛЬ», «ПОЛЮС», «СЕВКАБЕЛЬ ПОРТ»,
«ДЕЛИМОБИЛЬ», «ИНВЕСТ КЦ»

На правах рекламы

Тревич

17 лет на рынке
секьюритизации

АДРЕС

119435 Россия, Москва,
Большой Саввинский переулок
дом 10 стр 2А

ПОЧТА

trewetch@trewetch-group.ru

САЙТ

trewetch-group.ru

ТЕЛЕФОН

+7 499 286-20-31

Услуги по инфраструктурной поддержке сделок секьюритизации и сопровождению сделок проектного финансирования

Юридический
консалтинг при
структурировании
сделок секьюритизации

Создание и
сопровождение
Некоммерческих
фондов

Единоличный
исполнительный орган
специализированных
финансовых обществ
и ипотечных агентов

Независимая
управляющая компания
специализированных
финансовых обществ
и ипотечных агентов

Бухгалтерский
и налоговый учет

Раскрытие информации
на рынке ценных бумаг

На правах рекламы

ЭКОСИСТЕМА LECAP – КОМПЛЕКСНЫЕ И ЭФФЕКТИВНЫЕ РЕШЕНИЯ В СТРУКТУРИРОВАНИИ И РЕАЛИЗАЦИИ СДЕЛОК НА РЫНКАХ КАПИТАЛА



- Более 15 лет ведем крупнейшие проекты на рынках акционерного и долгового капитала, структурных финансов, M&A
- За последние 2 года сопроводили половину от общего количества публичных размещений российских компаний на общую сумму 100+ млрд руб.
- Понимаем тренды регулирования и текущую практику регулятора
- В команду входят юристы, квалифицированные по английскому праву и праву ЕС
- Создаем новые инструменты: от идеи до выпуска «на поток»

www.lecap.ru
lecap@lecap.ru
 +7 (495) 122 05 17



- Независимая управляющая компания SPV: 2,5 трлн руб. под управлением
- Создание и сопровождение специализированных финансовых обществ (СФО) – tax-free конструкции для секьюритизации / переупаковки активов в структурные облигации
- Превосходим ЗПИФы по экономичности и гибкости переупаковок
- Даем доступ в 10+ иностранных юрисдикций
- Уникальные решения для торговых стратегий и корпоративных структур на базе СФО

www.uk-focus.ru
info@uk-focus.ru
 +7 (495) 197 83 77



- Официально крупнейший независимый ПВО в России
- Самый обширный опыт участия в секьюритизациях (offtake-контракты, ГЧП, ИЦБ, потребности, NPL, BNPL)
- Расширенный функционал (расчетный агент, информационный агент)
- Организация взаимодействия с инвесторами на рынках капитала
- Первый российский трасти по еврооблигациям
- Самые знаковые и самые сложные сделки на рынке, включая выпуск с ковенантами и обеспечением

www.lcpis.ru
info@lcpis.ru
 +7 (499) 550 95 26

На правах рекламы



Специалисты Melling, Voitishkin & Partners **более 25 лет** занимают лидирующие позиции на рынке юридических и налоговых услуг, оказываемых на рынках капитала, структурного финансирования, секьюритизации и синдицированного кредитования.

Наша команда помогла структурировать и реализовать **более 100** проектов структурного финансирования и секьюритизации с различными активами - потребительские кредиты, автокредиты, кредиты МСП, ипотека, лизинг, арендные платежи, факторинг и пр.

Мы осуществляем реализацию проектов «под ключ» в режиме «одного окна» и помогаем структурировать проекты любой сложности, в том числе с использованием нескольких юрисдикций.

Наши клиенты отмечают «безупречную работу», «высокий профессионализм» и «грамотное планирование»

Согласно авторитетным рейтингам **Право-300, Коммерсантъ, Chambers Europe, Legal 500 EMEA**, фирма Melling, Voitishkin & Partners является ведущей фирмой в области структурного финансирования, секьюритизации и рынков капитала в России

Контакты: Россия, 125196 Москва
 ул. Лесная, 9
 Белые Сады, 10 этаж
 +7 495 787-27-00
 mv.legal

Сергей Самохвалов
 Партнер
Sergey.Samokhvalov@mv.legal

На правах рекламы

Крупнейшие депозитарии по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов РС (деп.)*

№	Наименование	Статус	РС (деп.), млн руб.	Сайт
1	АО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»	Специализированный депозитарий	8 564 645.53	https://specdep.ru
2	АО «ВТБ Специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	3 429 875.75	https://vtbsd.ru
3	ООО «СДК «Гарант»	Специализированный депозитарий	2 181 733.74	https://sdkgarant.ru
4	АО «Независимая регистраторская компания Р.О.С.Т.»	Специализированный депозитарий	782 048.66	https://rrost.ru
5	АО «Независимый специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	698 837.62	https://nzsd.ru
6	ООО «СД Партнер»	Специализированный депозитарий	682 828.06	https://depository.ru
7	АО «Центральный депозитарий Республики Татарстан»	Депозитарий	647 875.66	https://cdrtkzn.ru
8	ООО «СДК «Гранит»	Специализированный депозитарий	433 774.58	https://sdkgranit.ru
9	АО «ДК РЕГИОН»	Специализированный депозитарий	161 341.11	https://region-dk.ru
10	АО «Национальная кастодиальная компания»	Специализированный депозитарий	25 622.61	https://nkk-sd.ru

* По данным Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) в сотрудничестве с Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) на 31.12.2024, <https://safedepo.ru>.



РЕГИОН
ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ

ТОП-5*

В национальном рейтинге спецдепозитариев
В рэнкинге спецдепозитариев по суммарной величине
собственных средств и страхового покрытия

под контролем

более **1,3**
трлн рублей**

проверено

>900 тыс.
закладных**

на учете

>300 тыс.
электронных закладных**

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 045-09028-000100, выданная ФСФР России 04 апреля 2006 года, без ограничения срока действия
Лицензия на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов № 22-000-0-00088, выданная ФСФР России 13 мая 2009 года, без ограничения срока действия

* По данным ПАРТАД на 31.12.2024
** На конец 2025 года
АО «ДК РЕГИОН»

На правах рекламы

Топ-10 крупнейших управляющих компаний по стоимости чистых активов (СЧА)*

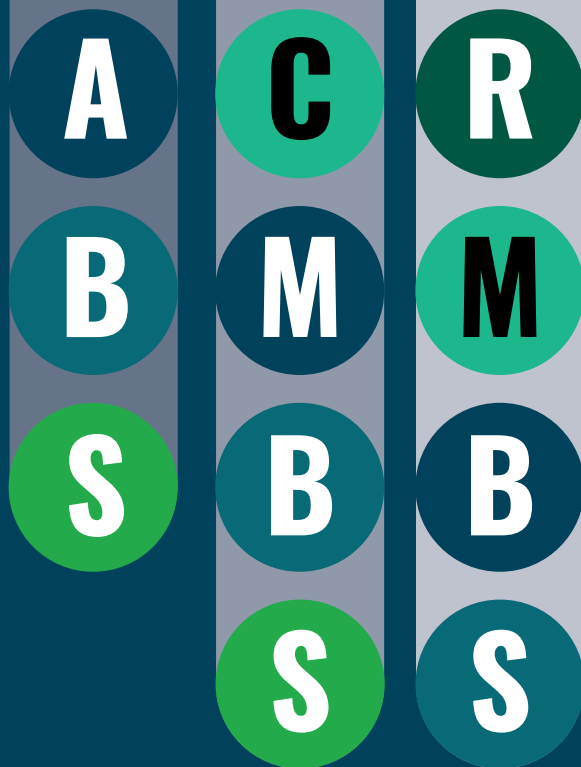
№	Управляющая компания	СЧА в управлении, млн руб.	Сайт
1	Первая	1 195 097.58	https://first-am.ru
2	ВИМ Инвестиции	711 092.95	https://wealthim.ru
3	Альфа-Капитал	674 457.48	https://alfacapital.ru
4	Т-Капитал	385 722.79	https://t-capital-funds.ru
5	Современные Фонды Недвижимости	285 108.38	https://sfn-am.ru
6	ДОМ.РФ Управление активами	101 602.28	https://domrf-am.ru
7	УК Райффайзен	92 473.75	https://raiffeisen-capital.ru
8	Атон-менеджмент	82 610.13	https://am-aton.ru
9	АГАНА	79 769.07	https://agana.ru
10	Брокеркредитсервис	60 426.59	https://bcs.ru

* По данным Investfunds.ru на 30.12.2025.

Топ-10 крупнейших фондов недвижимости по стоимости чистых активов (СЧА)*

№	Фонд	Управляющая компания	СЧА, млн руб.	Сайт
1	Современный 7	Современные Фонды Недвижимости	110 242.99	https://sfn-am.ru
2	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Управление активами	101 602.28	https://domrf-am.ru
3	Современный 8	Современные Фонды Недвижимости	100 821.24	https://sfn-am.ru
4	Современная коллекция	Современные Фонды Недвижимости	50 731.37	https://sfn-am.ru
5	Казанский земельный инвестиционный фонд	Капитал-Траст-Инвест	27 773.78	https://uk-capitalinvest.ru
6	РД 2	ВИМ Сбережения	24 909.85	https://wimsavings.ru
7	АК БАРС — Горизонт	АК БАРС КАПИТАЛ	21 741.78	https://akbars-capital.ru
8	Михайловский — Рентный	Михайловский	21 312.23	https://ukmik.ru
9	Современный 9	Современные Фонды Недвижимости	14 524.37	https://sfn-am.ru
10	РВМ Мегapolis	Финрешения	13 133.06	https://finsol-am.ru

* По данным Investfunds.ru на 30.12.2025.



Приложение 2

Статистика рынка

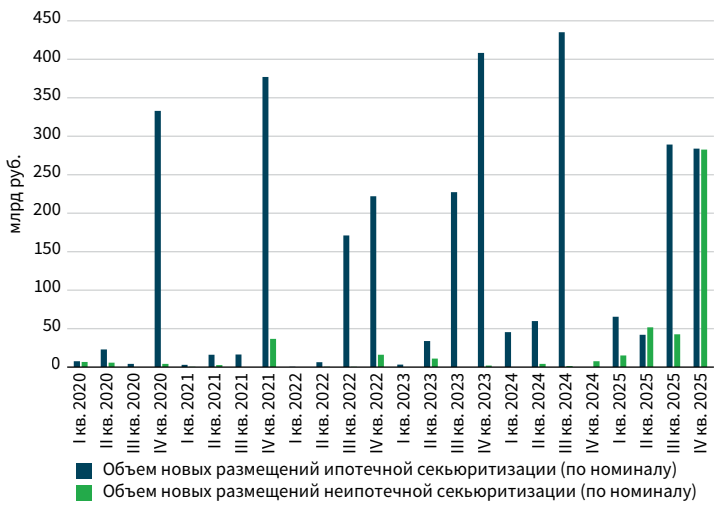


Рисунок 1
Объем новых размещений на внутреннем рынке секьюритизации и ипотечных ценных бумаг (ИЦБ)
Источник: Cbonds.ru

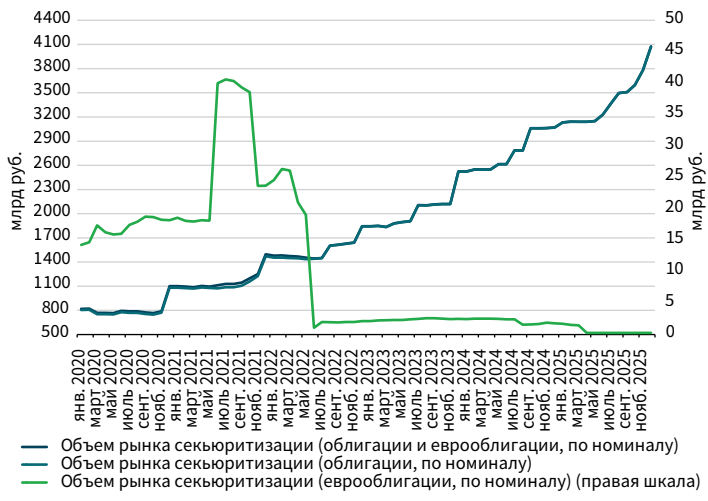


Рисунок 2
Объем рынка секьюритизации
Источник: Cbonds.ru

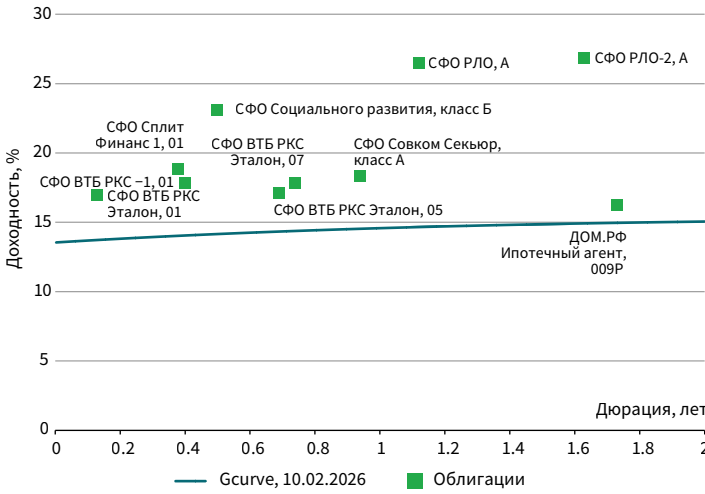


Рисунок 3
Карта доходности на рынке секьюритизации, обеспеченных и ипотечных облигаций, 10 февраля 2026 г.
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 4
Крупнейшие originаторы по объему секьюритизированных активов в обращении (по непогашенному номиналу), 10 февраля 2026 г.
Источник: Cbonds.ru

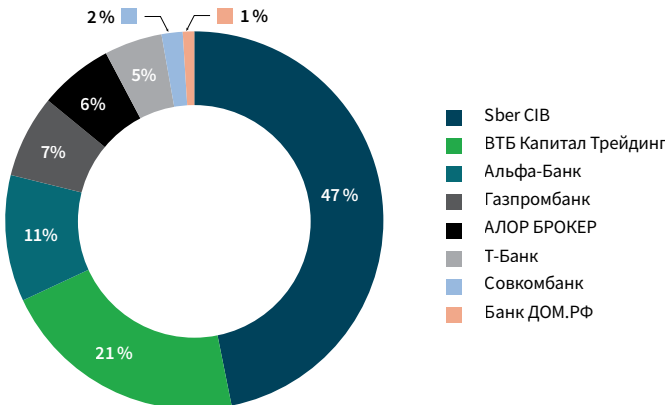
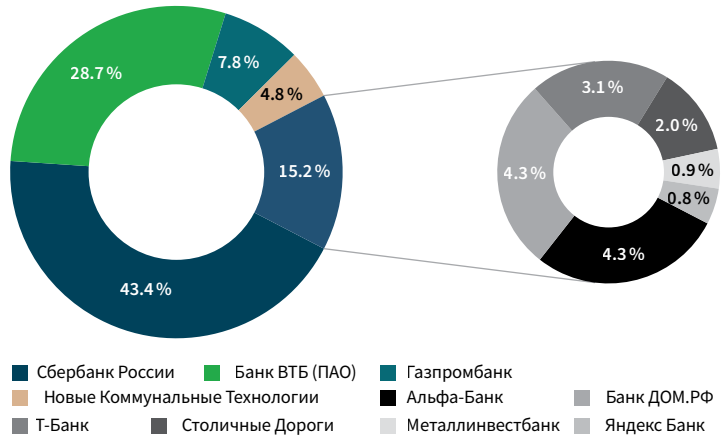


Рисунок 5
Крупнейшие организаторы по объему размещения облигаций на рынке секьюритизации в 2025 г.
Источник: Cbonds.ru

Таблица 1. Сделки секьюритизации* на российском долговом рынке

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
АБСОЛЮТ БАНК (— / ruA— / A—.ru / — **)							
Ипотечный агент Абсолют 5, 01	3003	461.2	10.08.2020	12.12.2052	6.35	AAA(ru.sf) / -	BCS Global Markets, АБСОЛЮТ БАНК, Райффайзенбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-15	10 093.4	5538.1	24.12.2021	28.09.2031	7.83	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-24	10 034.8	6398.6	28.10.2022	28.09.2032	7.85	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
Итого	23 131.2	12 397.9					
Альфа-Банк (AA+(RU) / ruAA+ / — / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-54	35 376.1	33 184.2	26.06.2025	28.10.2055	16.96	-/-	Альфа-Банк
СФО Альфа Фабрика ПК-1, класс А	10 000	7843.1	11.09.2025	01.07.2031	16	AAA(ru.sf) / -	Альфа-Банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-58	66 026.9	63 756.2	13.11.2025	28.11.2055	16.9	-/-	Альфа-Банк
СФО Альфа Фабрика ПК-2, класс А	10 000	10 000	16.02.2026	01.07.2031	16.8	AAA(ru.sf) / -	Альфа-Банк
Итого	121 403	114 783.5					
Банк БЖФ (— / ruBV— / — / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 01	2108.6	93.2	28.12.2016	28.12.2039		AAA(RU) / -	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 03	1957.9	113.9	26.12.2017	28.10.2037		AAA(RU) / -	ВТБ Капитал
ИА Титан-5, класс Б	300	190.9	16.02.2023	26.06.2050	11	-/-	Sber CIB
ИА Титан-5, класс В	300	300	16.02.2023	26.06.2050		-/-	Sber CIB
ИА Титан-5, класс А	2540	1069.8	20.02.2023	26.06.2050	10.65	AAA(ru.sf) / -	Sber CIB
Итого	7206.5	1767.8					
Банк ВТБ (ПАО) (AAA(RU) / ruAAA / AAA.ru / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 006Р	74 263.8	7040.2	26.11.2018	28.05.2048	9.95	AAA(RU) / -	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 009Р	72 973.5	8803.5	29.05.2019	05.04.2029	9.5	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 010Р	95 652.8	15 900.4	30.10.2019	28.09.2049		AAA(RU) / -	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 013Р	96 608.1	17 037.8	25.12.2019	07.05.2050	9.61	AAA(RU) / -	ВТБ Капитал, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-04	191 455.7	52 441.6	21.12.2020	28.06.2051	7.9	AAA(RU) / -	ВТБ Капитал

* Приведены сделки с активным статусом на 4 марта 2026 г., данные сгруппированы по оригинатору и упорядочены по дате размещения.

** Кредитные рейтинги оригинаторов от АКРА / «Эксперт РА» / НКР / НРА.

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
СФО ВТБ РКС-1, 01	35 000	6463.8	26.10.2021	01.12.2030	8	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-16	207 605	97 981.3	23.12.2021	28.11.2031	7.65	AAA(RU) / -	ВТБ Капитал
СФО ВТБ РКС Эталон, 01	10 000	334.3	15.12.2022	02.04.2030	11	- / ruAAA.sf	Совкомбанк, Банк ВТБ (ПАО)
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-29	54 789.5	33 478.6	22.12.2022	28.11.2032	17.7	AAA(RU) / -	СБ-БРОКЕР
СФО ВТБ РКС Эталон, 02	10 000	1973.8	03.05.2023	03.04.2031	11	- / ruAAA.sf	Банк ФК Открытие, Банк ВТБ (ПАО), Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-39	49 927.8	37 493.8	22.12.2023	28.11.2033	17.86	AAA(RU) / -	Банк ФК Открытие, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-40	109 723.7	76 094.5	25.12.2023	28.11.2033	9	AAA(RU) / -	Банк ФК Открытие
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-47	50 019.4	42 254.9	30.09.2024	28.05.2053	17.3	AAA(RU) / -	ВТБ Капитал Трейдинг
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-49	80 066.9	58 001.3	30.09.2024	28.08.2055		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-48	99 999.6	79 655.7	30.09.2024	28.11.2054	8.5	AAA(RU) / -	ВТБ Капитал Трейдинг
СФО ВТБ РКС Эталон, 04	20 000	7960.4	06.06.2025	01.12.2032	21.5	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
СФО ВТБ РКС Эталон, 05	12 500	7692.5	16.06.2025	02.12.2032	21.7	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-56	90 002.7	80 650.5	01.08.2025	28.12.2055	8.4	-/-	ВТБ Капитал Трейдинг
СФО ВТБ РКС Эталон, 06	37 500	29 820.8	13.10.2025	04.12.2032	18	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
СФО ВТБ РКС Эталон, 07	42 500	37 646.9	25.11.2025	05.12.2032	17.8	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
СФО Эльтон, класс А	158	141.2	26.11.2025	20.11.2030	18	-/-	ТРИНИКО
СФО Эльтон, класс Б	1	1	26.11.2025	14.11.2035		-/-	
СФО ВТБ РКС Эталон, 03	1758.3	705.8	17.10.2023	03.12.2032	13.5	- / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
Итого	1 442 505.8	699 574.6					
Группа ДОМ.РФ (AAA(RU) / ruAAA / — / —)							
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс А3	6459	555.9	17.02.2015	13.06.2047	10.5	-/-	Газпромбанк
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс Б	684.8	684.8	17.02.2015	13.06.2047		-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 004Р	4751.3	443.7	08.10.2018	28.09.2047	8.3	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 008Р	5149.9	551.6	25.12.2018	28.12.2044	9.28	AAA(RU) / -	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 015Р	16 252.7	3039.6	18.06.2020	28.05.2049	5.9	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, ВТБ Капитал

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 014Р	6652.6	1460.5	26.06.2020	28.05.2047	5.75	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 018Р	14 018.9	3991	19.11.2020	28.02.2051	5.85	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-03	16 540.1	4021.2	10.12.2020	28.12.2049	6	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-02	10 206.3	3090.5	18.12.2020	28.11.2050	6.05	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ, Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-07	11 252.3	3357.8	22.04.2021	28.06.2049	6.9	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-09	9749.2	4093.1	07.09.2021	28.08.2031	7.65	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-12	1857.3	801.3	29.10.2021	28.08.2031	5.5	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-13	5353.1	2640.9	17.11.2021	28.10.2031	16.65	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-17	31 410.3	15 063.8	21.12.2021	28.11.2031	6.8	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-18	6183.7	3762.3	03.06.2022	28.05.2032	16.4	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-19	6704.2	4084.2	01.07.2022	28.06.2032	16.65	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-22	6638.7	4462.6	29.09.2022	28.09.2032	16.6	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-26	5477.8	3899.2	30.11.2022	28.11.2032	16.47	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-27	20 597.3	12 019.6	12.12.2022	28.11.2032	7.4	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-32	6128.8	4262.3	23.12.2022	28.11.2032	16.7	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-33	16 515.6	10 445	26.04.2023	28.03.2033	8.6	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-34	17 391.2	13 455.2	29.06.2023	28.06.2033	16.9	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-35	18 249.9	18 005.5	24.12.2025	28.09.2055	16.6	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	244 225.1	118 191.5					
Газпромбанк (AA+(RU) / ruAAA / — / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 017Р	7244.7	1971.6	30.10.2020	28.11.2050	5.2	AAA(RU) / -	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-05	49 087	14 644.1	25.12.2020	28.03.2051	6.4	AAA(RU) / -	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-11	48 293.5	23 660.9	28.10.2021	28.10.2031	6.8	AAA(RU) / -	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-28	48 883.7	28 357.5	26.12.2022	28.09.2032	7.75	AAA(RU) / -	Газпромбанк

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-37	29 839.2	22 817.4	29.09.2023	23.09.2033		AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ, Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-41	22 247.1	16 239.5	25.12.2023	28.09.2033	7.8	AAA(RU) / -	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-44	59 689.8	50 024.2	22.05.2024	23.12.2054		AAA(RU) / -	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-50	29 990.8	26 561.6	26.09.2024	23.05.2055		AAA(RU) / -	Газпромбанк
СФО ГПБ-СПК, А1	4000	3754.1	28.03.2025	26.03.2034	21.5	- / ruAAA.sf	Газпромбанк
СФО ГПБ-СПК, Б1	1000	1000	28.03.2025	26.12.2074	0.01	-/-	Газпромбанк
СФО ГПБ-СПК, А2	2000	2000	05.12.2025	26.11.2033	16.5	- / ruAAA.sf	Газпромбанк
СФО ГПБ-СПК, Б2	500	500	05.12.2025	26.12.2074		-/-	Газпромбанк
Итого	302 775.7	191 531					
Группа ВИС (— / ruA+ / AA-.ru / —)							
СФО Социального развития, класс А	3216.1	658.5	30.06.2020	08.01.2027	10.21	- / ruA.sf	BCS Global Markets, Банк ДОМ.РФ, Банк ФК Открытие, Совкомбанк
СФО Социального развития, класс Б	1798.5	368.2	30.06.2020	08.01.2027	16.31	- / ruA-.sf	BCS Global Markets, Банк ФК Открытие, Совкомбанк
СФО Социального развития, класс М	560	543	30.06.2020	08.01.2027		-/-	
Итого	5574.6	1569.7					
Металлинвестбанк (A(RU) / — / A.ru / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 011Р	4923.7	923	25.10.2019	28.01.2050	7.1	AAA(RU) / -	Металл-инвестбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-08	4742.3	1838.5	23.04.2021	28.04.2051	6.95	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-10	3087.6	1538.5	18.10.2021	28.07.2031	7	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-23	5039.3	3274.6	18.10.2022	28.09.2032	8	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-38	6111.8	4545.8	23.10.2023	28.09.2033	7.85	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-45	3944.1	3467.2	23.09.2024	28.04.2055	16.8	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-53	6399.5	6100.8	27.05.2025	28.12.2055	16.5	-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого	34 248.4	21 688.2					
Мосрегионлифт (— / — / — / —)							
СФО РЛО, Б	92.6	92.6	24.09.2024	26.09.2029	0.02	-/-	Диалот
СФО РЛО, А	207.1	114.8	27.09.2024	06.09.2029	19	-/-	Диалот
СФО РЛО-2, А	340.9	316.2	01.09.2025	23.08.2030	24	-/-	Диалот
СФО РЛО-2, Б	146.1	146.1	02.09.2025	16.11.2030	0.02	-/-	
Итого	786.7	669.8					

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
Национальная фабрика ипотеки (— / — / — / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 04	2663.5	485.2	27.12.2019	28.05.2040	6.5	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-25	5527.9	2806.4	23.11.2022	28.10.2032	9.35	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
Итого	8191.4	3291.6					
Новые Коммунальные Технологии (— / — / — / —)							
СФО РХА Инвест — Первый, РХА-1	40 000	40 000	06.11.2025	05.11.2028		AAA(RU) / -	АЛОР БРОКЕР
СФО РХА Инвест — Первый, РХА-2	40 000	40 000	10.12.2025	09.12.2028		AAA(RU) / -	АЛОР БРОКЕР
СФО РХА Инвест — Первый, РХА-3	40 000	40 000	11.12.2025	10.12.2028		AAA(RU) / -	АЛОР БРОКЕР
Итого	120 000	120 000					
Сбербанк России (AAA(RU) / — / AAA.ru / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 001Р	49 999.8	5857	26.05.2017	28.09.2049		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 007Р	46 088.5	8410.2	21.12.2018	28.06.2048		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 012Р	24 085.6	4963.1	13.12.2019	28.07.2049		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-06	45 718.9	14 330.1	24.12.2020	28.05.2051		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-14	69 302.8	31 272.2	26.11.2021	28.11.2031		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-20	155 407.1	84 236.9	12.08.2022	28.06.2032		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-31	60 843	33 384.6	23.12.2022	28.09.2032		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-36	197 427.7	120 802	07.07.2023	28.06.2033		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-42	220 287.7	154 027.4	19.12.2023	28.09.2033		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-43	45 499.9	34 832	16.02.2024	28.11.2033		AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-46	171 016.5	111 372.8	26.07.2024	28.02.2056		AAA(RU) / -	Sber CIB
СФО СБ Секьюритизация, класс А	9500	3481.6	30.08.2024	26.08.2033	20	- / ruAAA.sf	Sber CIB
СФО СБ Секьюритизация, класс Б	2379	2379	30.08.2024	26.08.2033		-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-51	1998.9	1713.1	27.01.2025	28.10.2054	9.6	AAA(RU) / -	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-52	63 453.7	57 310.1	27.01.2025	28.11.2055		AAA(RU) / -	Sber CIB
СФО СБ Секьюритизация 2, А	10 900	6246.8	30.06.2025	26.05.2034	20.3	- / ruAAA.sf	Sber CIB
СФО СБ Секьюритизация 2, Б	2834.5	2834.5	30.06.2025	26.05.2034		- / -	

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-55	86 336.9	70 383.6	11.07.2025	28.04.2056		-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-57	102 741.9	98 630.2	11.07.2025	28.04.2056		-/-	Sber CIB
СФО СБ Секьюритизация 3, А1	17 700	15 715.7	28.11.2025	26.10.2034	16.5	- / ruAAA.sf	Sber CIB
СФО СБ Секьюритизация 3, Б1	4470	4470	28.11.2025	26.10.2034		-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-59	47 563.3	43 311.1	19.12.2025	28.11.2056		-/-	Sber CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-60	151 862.3	151 862.3	19.12.2025	28.09.2056		-/-	Sber CIB
Итого	1 587 418.2	1 061 826.1					
Совкомбанк (AA(RU) / ruAA / AA.ru / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-21	2317.1	1451.5	22.09.2022	28.07.2032	8.2	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-30	4465.5	2670.8	22.12.2022	28.10.2032	9.46	AAA(RU) / -	Банк ДОМ.РФ
СФО Совком Секьюр, класс А	8000	7720	26.02.2025	31.12.2030	23	AAA(ru.sf) / -	Совкомбанк
СФО Совком Секьюр, класс Б	2000	2000	26.02.2025	31.12.2030		- / -	
СФО СФИ 4, 2	1000	1000	20.06.2025	23.04.2028		- / -	Совкомбанк
Итого	17 782.6	14 842.3					
Солар Системс (— / — / — / —)							
СФО Русол 1, класс А	4700	2200.8	13.02.2020	15.02.2031	16.42	A+(RU) / -	Совкомбанк
СФО Русол 1, класс Б	900	499.9	13.02.2020	15.02.2031	20.42	BBB+(RU) / -	BCS Global Markets, Совкомбанк
СФО Русол 1, класс В	100	66.7	14.02.2020	15.02.2031	22.92	- / -	Совкомбанк
Итого	5700	2767.3					
Т-Банк (группа) (AA(RU) / ruAA / — / —)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 05	7207	1574	18.03.2020	28.04.2045	6.5	AAA(RU)	Банк ДОМ.РФ
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-01	5825.2	2031.9	11.12.2020	28.10.2045	6.05	AAA(RU)	Банк ДОМ.РФ
СФО Рекорд Финанс, 01	14	0	09.09.2022	31.08.2027	15	- / -	
СФО Прима-Финанс, класс Б	5	5	18.10.2022	05.10.2032	0.4	- / -	
СФО ТБ-3, А	4500	1654.4	02.04.2025	26.03.2030	25	- / -	Совкомбанк
Ипотечный агент ТБ-2, А1	8500	8500	05.08.2025	27.07.2044	19	AAA(ru.sf) / -	Совкомбанк
Ипотечный агент ТБ-2, Б1	1500	1500	05.08.2025	27.07.2044		- / -	Совкомбанк
СФО ТБ-4, А1	10 000	10 000	22.08.2025	21.10.2032	16	AAA(ru.sf) / -	Совкомбанк
СФО ТБ-4, А2	6000	6000	22.08.2025	21.10.2032	19.3	AAA(ru.sf) / -	
СФО ТБ-4, Б	4000	4000	22.08.2025	21.10.2032		- / -	

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
СФО ТБ-5, А	12 000	12 000	13.11.2025	24.06.2030	17.3	AAA(ru.sf) / -	Совкомбанк
СФО ТБ-5, Б	3000	3000	13.11.2025	24.06.2030	- / -	- / -	
СФО ТБ-6, А	12 000	12 000	16.12.2025	03.01.2031	17.8	- / -	Т-Банк
СФО ТБ-6, Б1	8000	8000	16.12.2025	03.01.2031	18	- / -	Совкомбанк
СФО ТБ-6, Б2	4000	4000	16.12.2025	03.01.2031	18	- / -	Совкомбанк
СФО ТБ-6, В	6000	6000	16.12.2025	03.01.2031	- / -	- / -	Т-Банк
Итого	92 551.2	80 265.3					
ФАСП (— / — / — / —)							
СФО Аккорд Финанс, класс Б	5	5	19.02.2020	07.02.2028	1.04	- / -	ТРИНФИКО
СФО Т-Финанс, класс Б	5	5	13.01.2021	02.01.2029	0.4	- / -	
СФО Ф-Капитал, класс Б	5	5	21.05.2021	08.04.2031	1.22	- / -	
СФО Капитал Плюс, класс Б	15	5	27.04.2022	14.04.2032	1.20	- / -	
Итого	30	20					
Яндекс Банк (A(RU) / — / — / —)							
СФО Сплит Финанс 1, 01	7700	5407.6	12.12.2024	27.12.2028	25	AAA(ru.sf) / -	СБ-БРОКЕР
СФО Сплит Финанс (Яндекс Финтех), ПВ-1	9000	9000	12.08.2025	29.09.2029	16.5	AAA(ru.sf) / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
СФО Сплит Финанс (Яндекс Финтех), ПВ-2	4500	4500	29.01.2026	30.01.2030	17.3	AAA(ru.sf) / ruAAA.sf	ВТБ Капитал Трейдинг
Итого	21 200	18 907.6					
Мультиоригинарные сделки							
СФО ИнвестКредит Финанс, класс Б	5	5	24.03.2020	12.03.2030	1.22	- / -	Организаторы: ТРИНФИКО, Банк Держава Оригинаторы: ФАСП, ПКО НСВ, АКР, Мой Юрист Капитал
ИА Титан-3, класс Б1	323.6	323.6	03.03.2021	28.07.2053	- / -	- / -	Оригинаторы: Азиатско-Тихоокеанский Банк, Банк БЖФ
ИА Титан-3, класс Б2	228.9	228.9	03.03.2021	28.07.2053	- / -	- / -	Оригинаторы: Азиатско-Тихоокеанский Банк, Банк БЖФ
ИА Титан-3, класс А	2275	81.1	05.03.2021	28.07.2053	7.45	AAA(ru.sf) / -	Организатор: Sber CIB Оригинатор: Азиатско-Тихоокеанский Банк, Банк БЖФ
СФО Титан, 02	100	0.1	30.03.2021	02.03.2031	5	- / -	Организатор: Экспресс-Кредит Оригинаторы: Югория, АРС Финанс, Экспресс-Кредит

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
СФО Титан, 01	274	0.3	06.06.2022	15.04.2029	7	-/-	Организатор: Югория Оригинаторы: Экспресс-Кредит, АРС Финанс
СФО СФ, класс Б	5	5	19.07.2022	06.07.2032	0.4	-/-	Оригинаторы: ПКО НСВ, АКР, ФАСП, Бизнес-Альянс
СФО СФ, класс А	440	3.5	22.07.2022	13.07.2027	10	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оригинаторы: ПКО НСВ, АКР, ФАСП, Бизнес-Альянс
СФО Альта, класс Б	5	5	22.12.2022	09.12.2032	0.4	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оригинаторы: ФАСП, АКР
СФО Альта, класс А	310	53.2	27.12.2022	16.12.2027	10	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оригинаторы: ФАСП, АКР
СФО ТЕМП, класс А	90	36.5	09.02.2024	30.01.2029	14.5	-/-	Организатор: ТРИНФИКО Оригинаторы: ФАСП, ПКО НСВ, АКР, Мой Юрист, Бизнес-Альянс
Итого	4056.5	742.3					
Другие оригинаторы							
Ипотечный агент Московский, 01	12 000	3597.8	15.08.2014	17.09.2028	7	-/-	Организатор: Банк ФК Открытие Оригинатор: Банк ФК Открытие
Ипотечный агент ТФБ1, класс В	140.8	49.7	16.01.2015	26.03.2047		-/-	Организатор: Sber CIB; Оригинатор: Татфондбанк
Ипотечный агент ИНТЕХ, класс Б	216.2	26.8	27.03.2015	04.05.2045		-/-	Организаторы: ИнтехБанк, ДОМ.РФ Оригинатор: ИнтехБанк
СФО Локосервис финанс, 01	4373	0	26.06.2017	20.06.2027	8.68	-/-	Организатор: Альфа-Банк Оригинатор: ЛокоТех-Сервис
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 003Р	7557	334.4	20.12.2017	28.04.2042		AAA(RU) / -	Оригинатор: Райффайзен-банк

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / Эксперт РА)	Организаторы, соорганизаторы, андеррайтеры
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 005P	6187.8	780.5	11.07.2018	28.04.2043	8	AAA(RU) / -	Оригинатор: ДельтаКредит
СФО Азимут, класс Б	400	300	16.04.2021	20.04.2028		-/-	Организатор: Совкомбанк Оригинатор: АБК-инвест
СФО Легал Финанс, 01	120	120	29.10.2021	25.10.2036		-/-	Оригинатор: Сириус-Трейд
СФО Проект НТ 2, 02	2	0	03.10.2022	16.09.2027		-/-	
СФО НРВК-1, класс А	1000	532.4	15.11.2023	25.09.2046	14.8	-/-	Организатор: Совкомбанк
СФО НРВК-1, класс Б	250	250	15.11.2023	25.09.2046		-/-	Организатор: Совкомбанк
СФО Оф, класс Б	1	1	22.11.2023	08.11.2033	0.4	-/-	
СФО Оф, класс А	520	120.4	24.11.2023	14.11.2028	10	-/-	Организатор: ТРИНФИКО; Оригинатор: АКР
СФО ТЕМП, класс Б	1	1	06.02.2024	24.01.2034	0.4	-/-	
СФО Проект НТ 1, 02	2	2	16.02.2024	30.01.2029		-/-	
СФО ХБ-1, 1	1500	1500	23.04.2024	25.04.2028		-/-	
СФО МОС МСП 6, А-2023	4000	2133.7	24.05.2024	26.10.2033	15.6	AAA(RU) / -	Оригинатор: МСП Банк
СФО СФИ 4, 1	1500	1500	23.10.2024	23.10.2027		-/-	
СФО СФИ 4, 001P-01	1500	1500	30.07.2025	24.07.2028	20	-/-	
СФО Титан, 03	30	30	10.09.2025	02.09.2032	15	-/-	
СФО СФИ 4, 001P-02	1500	1500	25.09.2025	24.09.2029	17.25	-/-	
СФО Столичные Дороги Магистральная Инвест, 01	48 749	48 749	24.10.2025	23.06.2050		AAA(RU) / -	Организатор: АЛОР БРОКЕР; Оригинатор: Столичные Дороги
СФО СФИ 4, 001P-03	1000	1000	30.10.2025	29.10.2029		-/-	
СФО СФИ 4, 001P-05	4000	4000	24.12.2025	23.12.2029		-/-	
Итого	96 549.8	68 028.7					
Итоговая сумма	4 135 336.6	2 532 865					

Таблица 2. Сделки секьюритизации* российских компаний на международном долговом рынке

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, \$ млн	Объем в обращении по непогашенному номиналу, \$ млн	Валюта	Дата размещения	Дата погашения	Ставка купона, %	Тип актива	Агент по размещению
CityMortgage MBS Finance B.V., 9.25 % 10sep2033, USD (ABS, Z)	3.1	3.1	USD	10.08.2006	10.09.2033	9.25	Ипотека	Организаторы: ВТБ Капитал, Greenwich Financial Services Соорганизаторы: RBI Group, Banco Finantia

* Приведены сделки с активным статусом на 11 февраля 2026 г.

Таблица 3. Обеспеченные облигации* на российском долговом рынке (без учета сделок секьюритизации)

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия	Объем эмиссии, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущий ставка купона, %	Организатор
Группа «ДОМ.РФ» (AAA(RU)/ruAAA**)						
ДОМ.РФ, 15	7000	7000	27.08.2009	15.09.2028	20	БМ-Банк, КБ Ситибанк, Райффайзенбанк, Сбербанк России, ТрансКредитБанк
ДОМ.РФ, 25	6000	3000	29.04.2013	03.07.2026	18.25	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 26	6000	3600	25.06.2013	04.08.2026	15.5	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 30	6000	6000	28.04.2014	03.09.2027	13.6	Sber CIB, Райффайзенбанк
ДОМ.РФ, 31	7000	7000	13.01.2015	04.08.2026	15.5	ВТБ Капитал, Газпромбанк
Итого	32 000	26 600				

* Приведены сделки с активным статусом на 11 февраля 2026 г., данные упорядочены по дате размещения.

** АКРА / «Эксперт РА».

Таблица 4. Дефолты по сделкам секьюритизации российских компаний*

Источник: Cbonds.ru

Эмиссия	Вид обязательства	Планируемая дата исполнения	Дата исполнения в рамках технического дефолта	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн руб.	Объем эмиссии, млн руб.	Причина дефолта
Еврокоммерц, FRN 15mar2010, RUB (ABS)	Погашение	15.03.2010	14.04.2010	Дефолт	11 750	11 750	Банкротство
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	18.09.2017	02.10.2017	Дефолт	423.48	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.12.2017	29.12.2017	Дефолт	546.49	10 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	19.03.2018	02.04.2018	Дефолт	416.52	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.06.2018	29.06.2018	Дефолт	543.5	10 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2018	01.10.2018	Дефолт	423.48	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	15.12.2018	29.12.2018	Дефолт	1.86	10 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	18.03.2019	01.04.2019	Дефолт	124.88	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент КАМА, 01	Купон	18.06.2019	02.07.2019	Дефолт	14.05	10 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2019	01.10.2019	Дефолт	126.96	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2020	31.03.2020	Дефолт	125.56	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2020	01.10.2020	Дефолт	126.96	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2021	31.03.2021	Дефолт	126.96	12 000	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2023	31.03.2023	Дефолт	105.92	12 000	Отсутствие денежных средств
СФО Локосервис финанс, 01	Купон	23.09.2025	07.10.2025	Технический дефолт (обязательство исполнено)	0.04	4373	Прочая

* Данные приведены по состоянию на 17 февраля 2026 г.

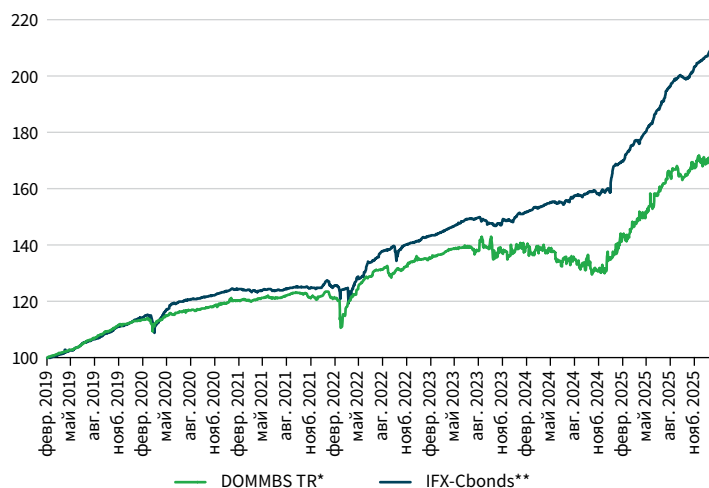


Рисунок 6
Динамика индекса
DOMMBS TR*
и IFX-Cbonds**

Источник: Cbonds.ru

* Индекс ипотечных облигаций ДОМ.РФ, рассчитанный методом совокупного дохода.

** Индекс полной доходности российского рынка корпоративных облигаций.

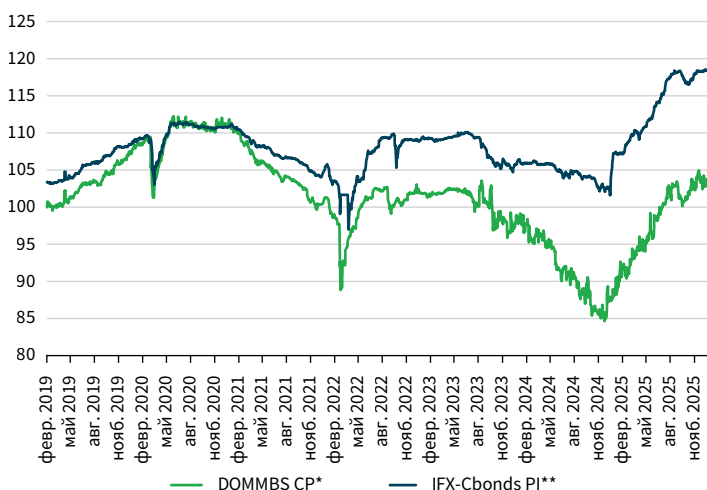
Базовое значение = 100 в дату 4 февраля 2019 г.

Рисунок 7
Динамика индекса
DOMMBS CP*
и IFX-Cbonds PI**

Источник: Cbonds.ru

* Индекс ипотечных облигаций ДОМ.РФ, рассчитанный методом чистых цен.

** Ценовой индекс российского рынка корпоративных облигаций.



Сделки 2025 года

Класс активов: ипотека

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-35

Оригинатор / андеррайтер: Банк ДОМ.РФ
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 18.25 млрд руб.
 Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 0.6 % годовых
 Дата размещения: 24.12.2025
 Дата погашения: 28.09.2055
 Спец. депозитарий: ДК Регион
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 10
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 187.87 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 4129
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-60-00307-R-001P / RU000A10DYJ3

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-51

Оригинатор: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 1.99 млрд руб.
 Ставка купона: 9.6 % годовых
 Дата размещения: 27.01.2025
 Дата погашения: 28.10.2054
 Спец. депозитарий: Рыночный Спецдепозитарий
 Организатор: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 235.59 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 815
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-50-00307-R-001P / RU000A10AQCO

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-52

Оригинатор: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 63.45 млрд руб.
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 27.01.2025
 Дата погашения: 28.11.2055
 Спец. депозитарий: Рыночный Спецдепозитарий
 Организатор: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 168.45 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 15 816
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-51-00307-R-001P / RU000A10AQE6

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-53

Оригинатор: Металлинвестбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 6.39 млрд руб.
 Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 0.5 % годовых
 Дата размещения: 27.05.2025
 Дата погашения: 28.12.2055
 Спец. депозитарий: ДК Регион
 Организатор: Банк ДОМ.РФ
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 434
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 187.32 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 1275
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-52-00307-R-001P / RU000A10BP53

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-54

Оригинатор / организатор: Альфа-Банк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 35.38 млрд руб.
 Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 0.96 % годовых
 Дата размещения: 26.06.2025
 Дата погашения: 28.10.2055
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 2
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 165.32 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 10 227
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-53-00307-R-001P / RU000A10BV54

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-55

Оригинатор: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 86.34 млрд руб.
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 11.07.2025
 Дата погашения: 28.04.2056
 Спец. депозитарий: Рыночный Спецдепозитарий
 Организатор: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 303.98 %
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 44 341
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-54-00307-R-001P / RU000A10C1N2

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-56

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 90 млрд руб.
 Ставка купона: 8.4 % годовых
 Дата размещения: 01.08.2025
 Дата погашения: 28.12.2055
 Андеррайтер: ВТБ Капитал Трейдинг
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 188.59%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 57 879
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-56-00307-R-001P / RU000A10C8J5

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-57

Оригинатор: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 102.74 млрд руб.
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 11.07.2025
 Дата погашения: 28.04.2056
 Спец. депозитарий: Рыночный Спецдепозитарий
 Организатор: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 182.61%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 21 063
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-55-00307-R-001P / RU000A10C1P7

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-58

Оригинатор / андеррайтер: Альфа-Банк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 66.03 млрд руб.
 Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 0.9 % годовых
 Дата размещения: 13.11.2025
 Дата погашения: 28.11.2055
 Спец. депозитарий: ДК Регион
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 2
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 173.03%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 18 073
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-57-00307-R-001P / RU000A10DEA4

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-59

Оригинатор: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 47.56 млрд руб.
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 19.12.2025
 Дата погашения: 28.11.2056
 Андеррайтер: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 292.08%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 25 769
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-58-00307-R-001P / RU000A10DX10

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-60

Оригинатор: Сбербанк России
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 151.86 млрд руб.
 Ставка купона: переменная
 Дата размещения: 19.12.2025
 Дата погашения: 28.09.2056
 Андеррайтер: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 192.51%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 29 283
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-59-00307-R-001P / RU000A10DWX8

ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ ТБ-2

Оригинатор: Т-Банк
 Объем сделки: 8.5 млрд руб. (класс А1), 1.5 млрд руб. (класс Б1)
 Ставка купона: 19 % годовых (класс А1), переменная (класс Б1)
 Дата размещения: 05.08.2025
 Дата погашения: 27.07.2044
 Спец. депозитарий: ДК Регион
 Организатор: Совкомбанк
 Представитель владельцев облигаций: Рондо Капитал
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 3 (класс А1), 1 (класс Б1)
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 379.25%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 9690
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-03-00105-L / RU000A10C949 (класс А1), 4B02-04-00105-L / RU000A10C9W6 (класс Б1)

Класс активов: потребительские кредиты

СФО АЛЬФА ФАБРИКА ПК-1, КЛАСС А

Оригинатор / андеррайтер: Альфа-Банк
Объем сделки: 10 млрд руб.
Ставка купона: 16 % годовых
Дата размещения: 11.09.2025
Дата погашения: 01.07.2031
Представитель владельцев облигаций: Рондо Капитал
Количество сделок на бирже в дату размещения: 4955
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 12.5 млрд руб.
Резервный фонд: 6 %
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00918-R / RU000A10CKS5

СФО ВТБ РКС ЭТАЛОН, 04

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
Объем сделки: 20 млрд руб.
Ставка купона: 21.5 % годовых
Дата размещения: 06.06.2025
Дата погашения: 01.12.2032
Представитель владельцев облигаций: СОВЕТ-Представитель
Организатор: ВТБ Капитал Трейдинг
Количество сделок на бирже в дату размещения: 10 680
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 25 млрд руб.
Резервный фонд: 8.85 %
Гос. рег. номер / ISIN: 4-04-00668-R-001P / RU000A109NC4

СФО ВТБ РКС ЭТАЛОН, 05

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
Объем сделки: 12.5 млрд руб.
Ставка купона: 21.7 % годовых
Дата размещения: 16.06.2025
Дата погашения: 02.12.2032
Представитель владельцев облигаций: СОВЕТ-Представитель
Андеррайтер: ВТБ Капитал Трейдинг
Количество сделок на бирже в дату размещения: 2
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 12.5 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-05-00668-R-001P / RU000A10BQK1

СФО ВТБ РКС ЭТАЛОН, 06

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
Объем сделки: 37.5 млрд руб.
Ставка купона: 18 % годовых
Дата размещения: 13.10.2025
Дата погашения: 04.12.2032
Представитель владельцев облигаций: СОВЕТ-Представитель
Андеррайтер: ВТБ Капитал Трейдинг
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1866
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 37.5 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-06-00668-R-001P / RU000A10CW87

СФО ВТБ РКС ЭТАЛОН, 07

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
Объем сделки: 42.5 млрд руб.
Ставка купона: 17.8 % годовых
Дата размещения: 25.11.2025
Дата погашения: 05.12.2032
Представитель владельцев облигаций: СОВЕТ-Представитель
Андеррайтер: ВТБ Капитал Трейдинг
Количество сделок на бирже в дату размещения: 603
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 42.5 млрд руб.
Резервный фонд: 8.76 %
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00668-R-002P / RU000A10DF38

СФО ГПБ-СПК

Оригинатор / организатор: Газпромбанк
Объем сделки: 4 млрд руб. (класс А1), 1 млрд руб. (класс Б1)
Ставка купона: 21.5 % годовых (класс А1), 0.01 % годовых (класс Б1)
Дата размещения: 28.03.2025
Дата погашения: 26.03.2034 (класс А1), 26.12.2074 (класс Б1)
Представитель владельцев облигаций: СОВЕТ-Представитель
Юридический консультант сделки: Адвокатское бюро ЕПАМ
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1598 (класс А1), 1 (класс Б1)
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: до 5 млрд руб.
Резервный фонд: до 12 %
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00866-R-001P / RU000A10AXZ7 (класс А1), 4-02-00866-R-001P / RU000A10AY04 (класс Б1)

СФО ГПБ-СПК

Оригинатор / организатор: Газпромбанк

Объем сделки: 2 млрд руб. (класс А2), 500 млн руб. (класс Б2)

Ставка купона: 16.5% годовых (класс А2), переменная (класс Б2)

Дата размещения: 05.12.2025

Дата погашения: 26.11.2033 (класс А2), 26.12.2074 (класс Б2)

Представитель владельцев облигаций: СОВЕТ-Представитель

Количество сделок на бирже в дату размещения: 3778 (класс А2), 1 (класс Б2)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: до 10 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-03-00866-R-001P / RU000A10DBA0 (класс А2), 4-04-00866-R-001P / RU000A10DBB8 (класс Б2)

СФО РХА ИНВЕСТ — ПЕРВЫЙ

Оригинатор: Новые Коммунальные Технологии

Объем сделки: по 40 млрд руб. (класс РХА-1, РХА-2, РХА-3)

Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 3% годовых

Дата размещения: 06.11.2025 (класс РХА-1), 10.12.2025 (класс РХА-2), 11.12.2025 (класс РХА-3)

Дата погашения: 05.11.2028 (класс РХА-1), 09.12.2028 (класс РХА-2), 10.12.2028 (класс РХА-3)

Представитель владельцев облигаций: ИК Лидер

Андеррайтер: АЛОР БРОКЕР

Количество сделок на бирже в дату размещения: 17 (класс РХА-1), 13 (класс РХА-2), 9 (класс РХА-3)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 40 млрд руб. (класс РХА-1, РХА-2, РХА-3)

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00910-R / RU000A10C1T9 (класс РХА-1), 4-02-00910-R / RU000A10C1U7 (класс РХА-2), 4-03-00910-R / RU000A10C1V5 (класс РХА-3)

СФО СБ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ 2

Оригинатор: Сбербанк России

Объем сделки: 10.9 млрд руб. (класс А), 2.83 млрд руб. (класс Б)

Ставка купона: 20.3% годовых (класс А), переменная (класс Б)

Дата размещения: 30.06.2025

Дата погашения: 26.05.2034

Представитель владельцев облигаций: Лигал Кэпитал Инвестор Сервисес (класс А)

Андеррайтер: Sber CIB (класс А)

Количество сделок на бирже в дату размещения: 7829 (класс А)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 1 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00902-R / RU000A10BQR6 (класс А), 4-02-00902-R / RU000A10BQS4 (класс Б)

СФО СБ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ 3

Оригинатор: Сбербанк России

Объем сделки: 17.7 млрд руб. (класс А1), 4.47 млрд руб. (класс Б1)

Ставка купона: 16.5% годовых (класс А1), переменная (класс Б1)

Дата размещения: 28.11.2025

Дата погашения: 26.10.2034

Представитель владельцев облигаций: Лигал Кэпитал Инвестор Сервисес (класс А1)

Организатор: Sber CIB (класс А1)

Количество сделок на бирже в дату размещения: 6104 (класс А1)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 1 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00944-R / RU000A10DD30 (класс А1), 4-02-00944-R / RU000A10DD55 (класс Б1)

СФО СОВКОМ СЕКЬЮР

Оригинатор / организатор: Совкомбанк

Объем сделки: 8 млрд руб. (класс А), 2 млрд руб. (класс Б)

Ставка купона: 23% годовых (класс А), переменная (класс Б)

Дата размещения: 26.02.2025

Дата погашения: 25.01.2028 (класс А), 31.12.2030 (класс Б)

Представитель владельцев облигаций: Рондо Капитал (класс А)

Количество сделок на бирже в дату размещения: 8639 (класс А)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: до 10 млрд руб.

Резервный фонд: 12%

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00854-R / RU000A10AST0 (класс А), 4-02-00854-R / RU000A10ASU8 (класс Б)

СФО СПЛИТ ФИНАНС (ЯНДЕКС ФИНТЕХ), ПВ-1

Оригинатор: Яндекс Банк

Объем сделки: 9 млрд руб.

Ставка купона: 16.5% годовых

Дата размещения: 12.08.2025

Дата погашения: 29.09.2029

Андеррайтер: ВТБ Капитал Трейдинг

Количество сделок на бирже в дату размещения: 24 736

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: до 11.538 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00908-R-001P / RU000A10C3F4

**СФО СТОЛИЧНЫЕ ДОРОГИ
МАГИСТРАЛЬНАЯ ИНВЕСТ, 01**

Оригинатор: Столичные Дороги

Объем сделки: 48.75 млрд руб.

Ставка купона: переменная

Дата размещения: 24.10.2025

Дата погашения: 23.06.2050

Представитель владельцев облигаций: ИК Лидер

Андеррайтер: АЛОР БРОКЕР

Количество сделок на бирже в дату размещения: 16

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 50 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00920-R / RU000A10CBY2

СФО ТБ-3, А

Оригинатор: Т-Банк

Объем сделки: 4.5 млрд руб.

Ставка купона: 25 % годовых

Дата размещения: 02.04.2025

Дата погашения: 26.03.2030

Представитель владельцев облигаций: Рондо Капитал

Организатор: Совкомбанк

Количество сделок на бирже в дату размещения: 35 248

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 1 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00884-R / RU000A10B7T7

СФО ТБ-4

Оригинатор: Т-Банк

Объем сделки: 10 млрд руб. (класс А1), 6 млрд руб. (класс А2), 4 млрд руб. (класс Б)

Ставка купона: 16 % годовых (класс А1), 19.3 % годовых (класс А2), переменная (класс Б)

Дата размещения: 22.08.2025

Дата погашения: 21.10.2032

Представитель владельцев облигаций: Рондо Капитал

Организатор: Совкомбанк (класс А1)

Количество сделок на бирже в дату размещения: 3456 (класс А1)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 1 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00916-R / RU000A10CFK2 (класс А1), 4-02-00916-R / RU000A10CH45 (класс А2), 4-03-00916-R / RU000A10CHF8 (класс Б)

СФО ТБ-5

Оригинатор: Т-Банк

Объем сделки: 12 млрд руб. (класс А), 3 млрд руб. (класс Б)

Ставка купона: переменная

Дата размещения: 13.11.2025

Дата погашения: 24.06.2030

Представитель владельцев облигаций: Рондо Капитал

Организатор: Совкомбанк (класс А)

Количество сделок на бирже в дату размещения: 14 635 (класс А)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 1 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00933-R / RU000A10DBM5 (класс А), 4-02-00933-R / RU000A10DBN3 (класс Б)

СФО ТБ-6

Оригинатор: Т-Банк

Объем сделки: 12 млрд руб. (класс А), 8 млрд руб. (класс Б1), 4 млрд руб. (класс Б2), 6 млрд руб. (класс В)

Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 1.3 % годовых (класс А), 18 % годовых (класс Б1, Б2), переменная (класс В)

Дата размещения: 16.12.2025

Дата погашения: 03.01.2031

Представитель владельцев облигаций: Рондо Капитал

Организатор: Т-Банк, Совкомбанк

Количество сделок на бирже в дату размещения: 561 (класс Б1), 315 (класс Б2)

Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 1 млрд руб.

Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00947-R / RU000A10DSB2 (класс А), 4-02-00947-R / RU000A10DSC0 (класс Б1), 4-03-00947-R / RU000A10DSD8 (класс Б2), 4-04-00947-R / RU000A10DSE6 (класс В)

Класс активов: прочие активы

СФО РЛО-2

Оригинатор: Мосрегионлифт
Объем сделки: 340.89 млн руб. (класс А), 146.09 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: 24 % годовых (класс А), 0.02 % годовых (класс Б)
Дата размещения: 01.09.2025 (класс А), 02.09.2025 (класс Б)
Дата погашения: 23.08.2030 (класс А), 16.11.2030 (класс Б)
Представитель владельцев облигаций: Волста
Андеррайтер: Диалот (класс А)
Количество сделок на бирже в дату размещения: 2070 (класс А)
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: не менее 340.89 млн руб. (класс А), не менее 146.09 млн руб. (класс Б)
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00901-R / RU000A10CLT1 (класс А), 4-02-00901-R / RU000A10CLU9 (класс Б)

СФО ЭЛЬТОН

Оригинатор: Банк ВТБ (ПАО)
Объем сделки: 158 млн руб. (класс А), 1 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: 18 % годовых (класс А), переменная (класс Б)
Дата размещения: 26.11.2025
Дата погашения: 20.11.2030 (класс А), 14.11.2035 (класс Б)
Представитель владельцев облигаций: Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез
Андеррайтер: ТРИНФИКО (класс А)
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 1.88 млрд руб. (класс А)
Гос. рег. номер / ISIN: 6-01-00937-R / RU000A10D4A2 (класс А), 6-02-00937-R / RU000A10D4B0 (класс Б)

СФО ТИТАН, 03

Объем сделки: 30 млн руб.
Ставка купона: переменная
Дата размещения: 10.09.2025
Дата погашения: 02.09.2032
Представитель владельцев облигаций: Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез
Гос. рег. номер / ISIN: 4-03-00570-R / RU000A10CP86

СФО СФИ 4, 001P-01

Объем сделки: 1.5 млрд руб.
Ставка купона: 20 % годовых
Дата размещения: 30.07.2025
Дата погашения: 24.07.2028
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00836-R-001P / RU000A10C6K7

СФО СФИ 4, 001P-02

Объем сделки: 1.5 млрд руб.
Ставка купона: 17.25 % годовых
Дата размещения: 25.09.2025
Дата погашения: 24.09.2029
Гос. рег. номер / ISIN: 4-02-00836-R-001P / RU000A10CTN7

СФО СФИ 4, 001P-03

Объем сделки: 1 млрд руб.
Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 4 % годовых
Дата размещения: 30.10.2025
Дата погашения: 29.10.2029
Гос. рег. номер / ISIN: 4-03-00836-R-001P / RU000A10DBQ6

СФО СФИ 4, 001P-05

Объем сделки: 4 млрд руб.
Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 4 % годовых
Дата размещения: 24.12.2025
Дата погашения: 23.12.2029
Гос. рег. номер / ISIN: 4-05-00836-R-001P / RU000A10DYM7

СФО СФИ 4, 2

Оригинатор / организатор: Совкомбанк
Объем сделки: 1 млрд руб.
Ставка купона: ключевая ставка ЦБ РФ + 4 % годовых
Дата размещения: 20.06.2025
Дата погашения: 23.04.2028
Гос. рег. номер / ISIN: 4-02-00836-R / RU000A10BGM8

Показатель	На 1 января 2026 г.	На 1 января 2025 г.	На 1 января 2024 г.	На 1 января 2023 г.	На 1 января 2022 г.
Объем выданных ипотечных кредитов, млн руб.					
• всего	4 452 482	4 888 286	7 798 916	4 817 017	5 699 330
• в рублях	4 452 468	4 888 263	7 798 916	4 816 919	5 694 890
• в валюте	0	23	0	97	4441
Объем задолженности, млн руб.					
• всего	20 839 420	19 198 501	18 015 883	13 852 443	11 767 642
• в рублях	20 837 166	19 194 852	18 009 664	13 845 378	11 752 135
• в валюте	2254	3649	6219	7293	15 506
Объем просроченной задолженности, млн руб.					
• всего	206 336	96 407	61 256	61 142	63 979
• в рублях	205 377	94 911	58 346	57 521	59 474
• в валюте	959	1496	2910	3778	4505
Средневзвешенная ставка в рублях, %					
• ставка в январе 2026 г.	7.64	8.47	8.43	7.86	7.87

Таблица 5
Динамика основных показателей рынка жилищного ипотечного кредитования в 2021–2025 гг.
Источник: ЦБ РФ

Таблица 6. Динамика ипотечного рынка в 2015–2025 гг.

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Год	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выдача, млн руб.	1 147 339	1 473 227	2 021 942	3 013 115	2 848 190	4 444 680	5 699 330	4 813 200	7 798 916	4 888 335	4 452 468
Прирост, %	–34.9	28.4	37.3	49.0	–5.5	56.1	28.2	–15.6	62	–37.3	–8.9
Выдача, шт.	691 943	856 378	1 086 950	1 471 821	1 269 322	1 780 498	1 908 498	1 327 000	2 036 064	1 303 053	968 195
Прирост, %	–31.65	23.76	26.9	35.4	–13.8	40.3	7.2	–30.4	53.4	–36.0	–25.7

Таблица 7
Динамика средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам в рублях за 2006–2025 гг.
Источник: ЦБ РФ

Год	Средняя ставка, %
Декабрь 2025 г.	7.59
Декабрь 2024 г.	8.47
Декабрь 2023 г.	7.91
Декабрь 2022 г.	6.65
Декабрь 2021 г.	7.81
Декабрь 2020 г.	7.36
Декабрь 2019 г.	9.00
2018	9.56
2017	10.64
2016	12.48

Год	Средняя ставка, %
2015	13.33
2014	12.45
2013	12.4
2012	12.3
2011	11.9
2010	13.1
2009	14.3
2008	12.9
2007	12.6
2006	13.7

Год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
2025	611 091	886 551	1 152 547	1 802 279
2024	1 051 856	1 799 999	1 103 879	932 551
2023	1 273 456	1 773 469	2 450 817	2 281 174
2022	1 325 862	535 931	1 318 478	1 616 746
2021	1 163 844	1 529 898	1 349 300	1 656 288
2020	762 019	678 097	1 257 899	1 597 778
2019	619 261	644 678	697 226	887 035
2018	582 049	727 400	761 424	942 242
2017	321 314	451 664	512 779	736 185
2016	323 624	341 143	362 403	446 057
2015	218 130	242 544	301 161	385 504
2014	334 817	434 836	452 209	540 661
2013	226 993	315 536	363 430	447 665
2012	181 111	248 400	269 185	330 378
2011	104 904	168 072	194 387	245 596
2010	48 947	84 415	100 716	145 981
2009	24 546	30 856	36 141	60 958
2008	150 759	188 424	198 280	118 345
2007	82 316	120 820	160 619	192 734
2006	22 995	55 542	77 114	107 910
2005	4690	9838	16 163	25 650

Таблица 8

Поквартальный
объем выданных
ипотечных жилищных
кредитов в период
2005–2025 гг., млн руб.

Источник: ЦБ РФ

Таблица 9
Динамика объема
задолженности
по ипотечным
кредитам в период
с 2004 г. по 1 января
2026 г., млн руб.
Источник: ЦБ РФ

Дата	Всего	В рублях	В валюте
01.01.2026	20 839 420	20 837 166	2254
01.01.2025	19 198 501	19 194 852	3649
01.01.2024	18 015 883	18 009 664	6219
01.01.2023	13 852 443	13 845 378	7293
01.01.2022	11 767 642	11 752 135	15 506
01.01.2021	9 086 290	9 070 212	16 078
01.01.2020	7 491 513	7 470 185	21 328
01.01.2019	6 410 409	6 376 845	33 564
01.01.2018	5 187 462	5 144 933	42 529
01.01.2017	4 490 079	4 418 892	71 187
01.01.2016	3 920 442	3 789 403	131 039
01.01.2015	3 520 098	3 383 727	136 371
01.01.2014	2 648 287	2 536 444	111 843
01.01.2013	1 982 442	1 864 094	118 348
01.01.2012	1 478 982	1 314 331	164 651
01.01.2011	1 129 373	949 247	180 126
01.01.2010	1 010 889	812 775	198 114
01.01.2009	1 070 329	838 942	231 387
01.01.2008	611 212	446 281	164 931
01.01.2007	233 897	144 806	89 091
01.01.2006	52 831	22 223	30 608
01.01.2005	17 772	7150	10 622

Год	ВВП, млрд руб.	Задолженность по ипотечным кредитам, млн руб.	Доля задолженности по ипотечным кредитам к ВВП, %
2025	213 515	20 839 420	9.76
2024	200 040	19 194 852	9.6
2023	176 414	18 015 883	10.21
2022	156 941	13 852 443	8.83
2021	134 727	11 767 642	8.73
2020	107 658	9 086 290	8.44
2019	109 193	7 491 513	6.86
2018	103 862	6 410 409	6.17
2017	92 089	5 187 462	5.6
2016	86 010	4 490 079	5.2
2015	83 387	3 920 442	4.7
2014	79 200	3 528 379	4.5
2013	66 193	2 648 859	4.0
2012	62 147	1 997 204	3.21
2011	55 644	1 478 982	2.66
2010	46 309	1 129 373	2.44
2009	38 807	1 010 889	2.6
2008	41 276	1 070 329	2.59
2007	33 258	611 212	1.8
2006	26 904	233 897	0.87
2005	21 625	52 789	0.24
2004	17 048	17 772	0.1

Таблица 10
Динамика роста задолженности по ипотечным кредитам к ВВП в период 2004–2025 гг.

Источник: ЦБ РФ, Росстат

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 11
Динамика доли просроченной задолженности по ипотечным жилищным кредитам в период с 2006 г. по 1 января 2026 г.

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Дата	Доля просроченной задолженности, %	Объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам, млн руб.		
		Всего	В рублях	В валюте
01.01.2026	0.99	206 336	205 377	959
01.01.2025	0.5	96 407	94 911	1496
01.01.2024	0.34	61 256	58 346	2910
01.01.2023	0.45	61 142	57 521	3778
01.01.2022	0.54	63 979	59 474	4505
01.01.2021	0.54	77 502	71 082	6419
01.01.2020	0.97	72 555	63 849	8706
01.01.2019	1.14	72 865	61 300	11 565
01.01.2018	1.32	68 980	54 575	14 405
01.01.2017	1.56	70 326	48 040	22 286
01.01.2016	1.68	66 083	39 396	26 687
01.01.2015	1.3	46 096	28 953	17 143
01.01.2014	1.5	39 502	25 442	14 060
01.01.2013	2.1	41 655	27 548	14 107
01.01.2012	3.1	45 327	25 946	19 381
01.01.2011	3.7	41 632	23 564	18 068
01.01.2010	3	31 031	18 526	12 505
01.01.2009	1.2	12 102	5846	6256
01.01.2008	0.13	796	435	361
01.01.2007	0.02	48	22	26
01.01.2006	0.1	53	6	47

№	Банк	Портфель ипотечных жилищных кредитов, млн руб.	Доля рынка по величине портфеля, %
1	Сбербанк	12 384 606	59.4
2	ВТБ	4 776 312	22.9
3	Альфа-Банк	1 396 497	6.7
4	Банк ДОМ.РФ	732 527	3.5
5	Т-Банк	490 226	2.4
6	Совкомбанк	431 536	2.1
7	ПСБ	421 674	2.0
8	МКБ	177 520	0.9
9	Банк «Санкт-Петербург»	163 522	0.8
10	Уралсиб	157 343	0.8
11	Абсолют Банк	138 039	0.7
12	Центр-инвест	70 073	0.3
13	Транскапиталбанк	50 064	0.2
14	Металлинвестбанк	49 889	0.2
15	АТБ	49 232	0.2
16	ВБРР	42 017	0.2
17	Кубань Кредит	39 448	0.2
18	Левобережный	33 412	0.2
19	Примсоцбанк	29 241	0.1
20	МТС Банк	26 300	0.1

Таблица 12
Топ-20 банков
по величине портфеля
ипотечных кредитов
на 1 января 2026 г.

Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 13
Количество кредитных
организаций —
участников рынка
ипотечного жилищного
кредитования

Источник: ЦБ РФ

Дата	Количество действующих банков	Количество банков, работающих на рынке ипотечного кредитования	Доля банков, работающих на рынке ипотечного кредитования, %
01.01.2026	355	226	63.7
01.01.2025	354	236	66.7
01.01.2024	361	244	67.5
01.01.2023	361	243	67.4
01.01.2022	370	260	70.2
01.01.2021	406	280	68.0
01.01.2020	442	318	71.9
01.01.2019	484	350	72.3
01.01.2018	561	410	73.1
01.01.2017	623	484	77.7
01.01.2016	733	559	76.3
01.01.2015	834	629	75.4
01.01.2014	923	658	71.3
01.01.2013	956	667	69.8
01.01.2012	978	658	67.3
01.01.2011	1012	631	62.4
01.01.2010	1058	584	55.2
01.01.2009	1108	602	54.3

Таблица 14

Концентрация ипотечного рынка по объему выданных кредитов банками (топ-15)

Источник: РУСИПОТЕКА

Период	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Доля топ-5, %	91.46	88	89.30	83.80	81.82	81.53	79.08	85.80	82.69	79.56	82.44	80.66
Доля топ-10, %	97.08	95.30	96.50	93.30	91.30	93.45	91.33	92.70	92.33	88.86	89.07	86.96
Доля топ-15, %	98.65	97.85	99	97.10	95.67	97.85	97.15	97.30	96.34	94.36	93.57	90.24
Доля госбанков*, %	80.51	81.90	88.51	84.10	83.43	86.35	84.17	85.80	84.22	80.95	84.44	82.19

* Банки с госучастием: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, РСХБ, ПСБ, Банк ДОМ.РФ, РНКБ.

№	Банк	Объем выданных кредитов, млн руб.	Количество выданных кредитов, шт.	Рыночная доля в выдаче, %
1	Сбербанк	3 053 929	685 891	68.59
2	ВТБ	432 774	77 598	9.72
3	Альфа-Банк	408 219	83 733	9.17
4	Банк ДОМ.РФ	170 441	26 016	3.83
5	Совкомбанк	138 298	36 291	3.11
6	Т-Банк	71 864	43 370	1.61
7	Банк «Санкт-Петербург»	58 864	10 007	1.32
8	МКБ	44 916	6357	1.01
9	ПСБ	42 978	11 894	0.97
10	Уралсиб	39 701	7567	0.89
11	Абсолют Банк	38 023	5719	0.85
12	ВБРР	19 198	3305	0.43
13	Металлинвестбанк	16 958	3051	0.38
14	АТБ	13 661	2325	0.31
15	Центр-инвест	11 693	2773	0.26
16	Примсоцбанк	8606	4472	0.19
17	Левобережный	8215	3963	0.18
18	Кубань Кредит	6854	1491	0.15
19	БЖФ Банк	6445	1471	0.14
20	Транскапиталбанк	3705	804	0.08

Таблица 15

Рыночные доли топ-20 ипотечных банков по объему выдачи ипотечных жилищных кредитов в 2025 г.

Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 16
Рыночная доля банков — лидеров Высшей ипотечной лиги в объеме выдачи по итогам 2025 г.

Источник и расчеты:
РУСИПОТЕКА

Организация	Рыночная доля, %	Изменение к 2024 г., %
Банки с частным капиталом		
Альфа-Банк	9.17	-0.07
Совкомбанк	3.11	-0.04
Уралсиб	0.89	0.41
Т-Банк	1.61	0.52
МКБ	1.01	0.53
Банк «Санкт-Петербург»	1.32	0.76
Банки с госучастием		
Сбербанк	68.59	17
ВТБ	9.72	-10.82
Банк ДОМ.РФ	3.83	-0.32
ПСБ	0.97	-1.66

Таблица 17. Результаты топ-15 банков на рынке ипотечного кредитования за последние 5 лет

Источник: РУСИПОТЕКА

Период, г.	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Сбербанк		
2025	3 053 929	21
2024	2 521 816	-46
2023	4 665 577	81
2022	2 573 890	-11
2021	2 903 307	40
ВТБ		
2025	432 774	-57
2024	1 004 096	-33
2023	1 491 058	57
2022	964 050	-19
2021	1 196 484	28
ВБРР		
2025	19 198	121
2024	8674	26
2023	6883	113
2022	3232	-54
2021	6981	-
Банк «Санкт-Петербург»		
2025	58 864	117
2024	27 157	-30
2023	38 535	48
2022	26 044	-31
2021	37 956	5
Банк Уралсиб		
2025	39 701	69
2024	23 543	-43
2023	41 392	97
2022	21 009	-53
2021	44 839	17
Металлинвестбанк		
2025	16 958	-8.3
2024	18 484	9.8
2023	16 841	81
2022	9314	-29
2021	13 050	-
Абсолют Банк		
2025	38 023	15
2024	33 141	71
2023	19 363	-13
2022	22 130	-54
2021	48 152	16
МКБ		
2025	44 916	93
2024	23 294	-17

Период, г.	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
2023	28 096	-65
2022	79 247	111
2021	37 611	145
Центр-Инвест		
2025	11 693	-42
2024	20 325	9.3
2023	18 598	54
2022	12 085	-
2021	-	-
Совкомбанк		
2025	138 298	-10
2024	154 013	21
2023	126 793	49
2022	85 120	-14
2021	99 075	142
Альфа-Банк		
2025	408 219	-9.6
2024	451 510	16
2023	387 912	88
2022	206 005	-24
2021	269 850	62
Азиатско-Тихоокеанский Банк		
2025	13 661	-29
2024	19 117	454
2023	3451	-31
2022	5007	-57
2021	11 809	-
ПСБ		
2025	42 978	-67
2024	128 469	80
2023	71 492	-32
2022	104 991	12
2021	93 928	-1
Банк ДОМ.РФ		
2025	170 441	-16
2024	202 885	-20
2023	253 300	39
2022	181 654	31
2021	138 880	14
Т-Банк		
2025	71 864	35
2024	53 410	2.3
2023	52 194	128
2022	22 908	-
2021	-	-

Регион	Объем, млн руб.
Российская Федерация	4 452 482
1 г. Москва	549 849
2 Московская область	348 515
3 г. Санкт-Петербург	251 116
4 Тюменская область	186 646
5 Краснодарский край	176 315
6 Республика Татарстан	157 126
7 Свердловская область	144 150
8 Республика Башкортостан	140 405
9 Ростовская область	124 945
10 Новосибирская область	92 853
11 Челябинская область	90 090
12 Пермский край	81 896
13 Красноярский край	76 363
14 Приморский край	76 275
15 Нижегородская область	74 305
16 Ленинградская область	68 595
17 Самарская область	65 354
18 Ставропольский край	61 706
19 Иркутская область	58 427
20 Удмуртская Республика	58 292

Таблица 18
20 регионов
с максимальным
объемом выданных
ипотечных кредитов
в 2025 г.

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 19
20 регионов
с минимальным объемом
выданных ипотечных
кредитов в 2025 г.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем, млн руб.
Российская Федерация	4 452 482
1 Республика Тыва	16 027
2 Республика Калмыкия	15 525
3 Орловская область	15 438
4 Республика Хакасия	13 497
5 Республика Адыгея	13 334
6 Костромская область	13 332
7 Республика Карелия	12 404
8 Республика Северная Осетия	12 210
9 Псковская область	11 587
10 Новгородская область	11 418
11 Камчатский край	11 060
12 Кабардино-Балкарская Республика	10 036
13 г. Севастополь	8848
14 Карачаево-Черкесская Республика	6312
15 Магаданская область	6062
16 Чеченская Республика	5957
17 Республика Алтай	4632
18 Еврейская автономная область	3683
19 Чукотский автономный округ	2126
20 Республика Ингушетия	1242

Регион	Объем, млн руб.
Российская Федерация	4.60
1 г. Москва	7.64
2 Республика Калмыкия	6.18
3 Московская область	6.14
4 г. Санкт-Петербург	5.73
5 Сахалинская область	5.36
6 Амурская область	5.03
7 Ленинградская область	4.97
8 Приморский край	4.88
9 Чукотский автономный округ	4.85
10 Хабаровский край	4.84
11 Магаданская область	4.80
12 Республика Бурятия	4.79
13 Ямало-Ненецкий автономный округ	4.78
14 Краснодарский край	4.78
15 Республика Саха	4.75
16 Забайкальский край	4.69
17 Республика Татарстан	4.65
18 Камчатский край	4.65
19 Республика Крым	4.65
20 Ненецкий автономный округ	4.61

Таблица 20
20 регионов
с максимальным
средним размером
кредита в рублях в 2025 г.

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 21
20 регионов
с минимальным средним
размером кредита
в рублях в 2025 г.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем, млн руб.
Российская Федерация	4.60
1 Тамбовская область	3.77
2 Республика Карелия	3.76
3 Ивановская область	3.74
4 Ярославская область	3.71
5 Новгородская область	3.69
6 Республика Коми	3.68
7 Кемеровская область	3.68
8 Оренбургская область	3.68
9 Ульяновская область	3.67
10 Челябинская область	3.63
11 Костромская область	3.58
12 Кабардино-Балкарская Республика	3.55
13 Псковская область	3.53
14 Алтайский край	3.51
15 Карачаево-Черкесская Республика	3.47
16 Курганская область	3.44
17 Вологодская область	3.37
18 Республика Алтай	3.20
19 Чеченская Республика	1.38
20 Республика Ингушетия	1.29

Регион	Выдано кредитов, шт.
Российская Федерация	968 195
1 г. Москва	71 971
2 Московская область	56 798
3 г. Санкт-Петербург	43 803
4 Тюменская область	42 374
5 Краснодарский край	36 899
6 Свердловская область	36 472
7 Республика Башкортостан	36 418
8 Республика Татарстан	33 757
9 Ростовская область	28 509
10 Челябинская область	24 846
11 Новосибирская область	21 237
12 Пермский край	21 100
13 Ханты-Мансийский АО	18 765
14 Красноярский край	18 610
15 Нижегородская область	17 672
16 Самарская область	16 757
17 Приморский край	15 623
18 Оренбургская область	14 916
19 Ставропольский край	14 770
20 Иркутская область	14 521

Таблица 22
20 регионов
с максимальным
количеством
выданных ипотечных
кредитов в 2025 г.

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 23
20 регионов
с минимальным
количеством
выданных ипотечных
кредитов в 2025 г.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Выдано кредитов, шт.
Российская Федерация	968 195
1 Орловская область	3991
2 Костромская область	3724
3 Республика Тыва	3670
4 Республика Хакасия	3343
5 Республика Карелия	3297
6 Псковская область	3281
7 Новгородская область	3092
8 Республика Адыгея	2901
9 Кабардино-Балкарская Республика	2831
10 Республика Северная Осетия	2658
11 Республика Калмыкия	2512
12 Камчатский край	2377
13 г. Севастополь	1995
14 Карачаево-Черкесская Республика	1817
15 Республика Алтай	1447
16 Магаданская область	1262
17 Республика Ингушетия	966
18 Еврейская автономная область	821
19 Чукотский автономный округ	438
20 Ненецкий автономный округ	297

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	7.59
1 Чеченская Республика	9.83
2 Республика Ингушетия	9.47
3 Самарская область	8.71
4 Липецкая область	8.69
5 Республика Коми	8.65
6 г. Москва	8.58
7 Курганская область	8.49
8 Чукотский автономный округ	8.43
9 Саратовская область	8.34
10 Нижегородская область	8.33
11 Смоленская область	8.25
12 Владимирская область	8.24
13 Тамбовская область	8.24
14 Вологодская область	8.21
15 Кемеровская область	8.19
16 Карачаево-Черкесская Республика	8.17
17 Ивановская область	8.16
18 Республика Калмыкия	8.15
19 Омская область	8.11
20 Калужская область	8.10

Таблица 24
20 регионов
с максимальной средней
ставкой по выданным
ипотечным кредитам
в декабре 2025 г.

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 25
20 регионов
с минимальной средней
ставкой по выданным
ипотечным кредитам
в декабре 2025 г.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	7.59
1 Республика Хакасия	6.94
2 Тюменская область	6.91
3 Республика Крым	6.82
4 Республика Дагестан	6.82
5 г. Севастополь	6.76
6 Республика Северная Осетия	6.72
7 Астраханская область	6.61
8 Республика Тыва	6.58
9 Магаданская область	6.42
10 Ростовская область	6.30
11 Хабаровский край	6.21
12 Республика Адыгея	5.70
13 Забайкальский край	5.56
14 Архангельская область	5.38
15 Республика Бурятия	5.31
16 Еврейская автономная область	5.25
17 Сахалинская область	5.24
18 Амурская область	5.23
19 Приморский край	5.18
20 Республика Саха	5.05

Регион	Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация	20 839 420
1 Московская область	1 771 930
2 г. Санкт-Петербург	1 225 249
3 Краснодарский край	927 843
4 Тюменская область	921 600
5 Республика Татарстан	722 051
6 Свердловская область	657 682
7 Республика Башкортостан	646 473
8 Ростовская область	511 786
9 Новосибирская область	490 725
10 Ханты-Мансийский автономный округ	423 074
11 Красноярский край	398 285
12 Челябинская область	384 384
13 Ленинградская область	355 640
14 Приморский край	349 793
15 Тюменская область	347 431
16 Пермский край	344 250
17 Нижегородская область	327 071
18 Самарская область	305 456
19 Иркутская область	302 095
20 Республика Саха	286 498

Таблица 26
20 регионов
с максимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2026 г.

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 27
20 регионов
с минимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2026 г.

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация	20 839 420
1 Республика Марий Эл	67 402
2 Республика Хакасия	65 758
3 Республика Карелия	65 334
4 Республика Северная Осетия	59 911
5 Костромская область	57 765
6 Республика Калмыкия	57 658
7 Республика Адыгея	55 598
8 Новгородская область	52 073
9 Камчатский край	51 502
10 Псковская область	49 305
11 Кабардино-Балкарская Республика	45 277
12 г. Севастополь	41 104
13 Чеченская Республика	37 064
14 Карачаево-Черкесская Республика	36 994
15 Магаданская область	27 080
16 Республика Алтай	16 842
17 Еврейская автономная область	14 757
18 Чукотский автономный округ	10 689
19 Ненецкий автономный округ	6346
20 Республика Ингушетия	4655

Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация	206 336
1 г. Москва	24 824
2 Московская область	20 597
3 Краснодарский край	16 829
4 г. Санкт-Петербург	9937
5 Тюменская область	8287
6 Республика Башкортостан	6731
7 Республика Татарстан	6285
8 Свердловская область	5399
9 Ростовская область	5138
10 Республика Дагестан	4610
11 Красноярский край	4540
12 Новосибирская область	4518
13 Ханты-Мансийский автономный округ	4248
14 Челябинская область	4219
15 Республика Тыва	3837
16 Ленинградская область	3551
17 Самарская область	3549
18 Иркутская область	3046
19 Ставропольский край	3004
20 Пермский край	2984

Таблица 28

20 регионов
с максимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2026 г.

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 29
20 регионов
с минимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2026 г.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация	206 336
1 Курская область	672
2 Архангельская область	670
3 Курганская область	669
4 Мурманская область	611
5 Орловская область	608
6 Сахалинская область	581
7 Новгородская область	535
8 Республика Ингушетия	495
9 Республика Марий Эл	432
10 Костромская область	430
11 Республика Мордовия	426
12 Республика Карелия	377
13 г. Севастополь	374
14 Камчатский край	316
15 Псковская область	309
16 Магаданская область	133
17 Республика Алтай	127
18 Еврейская автономная область	125
19 Чукотский автономный округ	70
20 Ненецкий автономный округ	13

Регион		Средневзвешенный срок, мес.
Российская Федерация		313.6
1	Республика Адыгея	343.5
2	Республика Крым	339.3
3	Республика Северная Осетия	339.0
4	Краснодарский край	337.1
5	Ростовская область	333.1
6	Республика Тыва	333.0
7	Тюменская область	332.7
8	Астраханская область	332.2
9	Ставропольский край	330.8
10	Республика Ингушетия	330.7
11	Республика Дагестан	329.7
12	Кабардино-Балкарская Республика	329.5
13	Республика Калмыкия	327.4
14	Карачаево-Черкесская Республика	326.6
15	г. Севастополь	326.2
16	г. Санкт-Петербург	322.8
17	Удмуртская Республика	322.7
18	Республика Хакасия	322.1
19	Республика Башкортостан	320.6
20	Республика Татарстан	320.1

Таблица 30
20 регионов
с максимальным
средневзвешенным
сроком по ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2025 г.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 31
20 регионов
с минимальным
средневзвешенным
сроком по ипотечным
кредитам в рублях
в декабре 2025 г.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Средневзвешенный срок, мес.
Российская Федерация		313.6
1	Нижегородская область	302.7
2	Кемеровская область	302.6
3	Ненецкий автономный округ	300.6
4	Ивановская область	300.4
5	Республика Коми	297.0
6	Республика Карелия	296.4
7	Вологодская область	294.1
8	Чукотский автономный округ	290.4
9	Мурманская область	289.3
10	Камчатский край	287.6
11	Республика Бурятия	280.6
12	Забайкальский край	277.4
13	Магаданская область	274.7
14	Республика Саха	267.9
15	Сахалинская область	267.8
16	Амурская область	266.5
17	Еврейская автономная область	265.3
18	Приморский край	264.7
19	Хабаровский край	262.7
20	Архангельская область	262.0

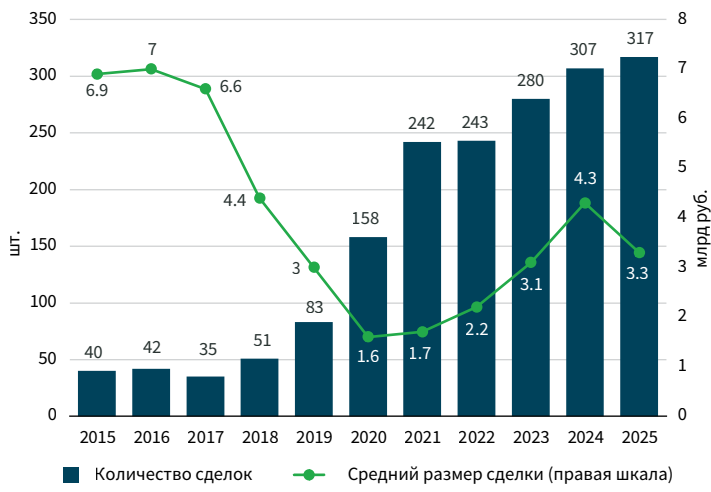
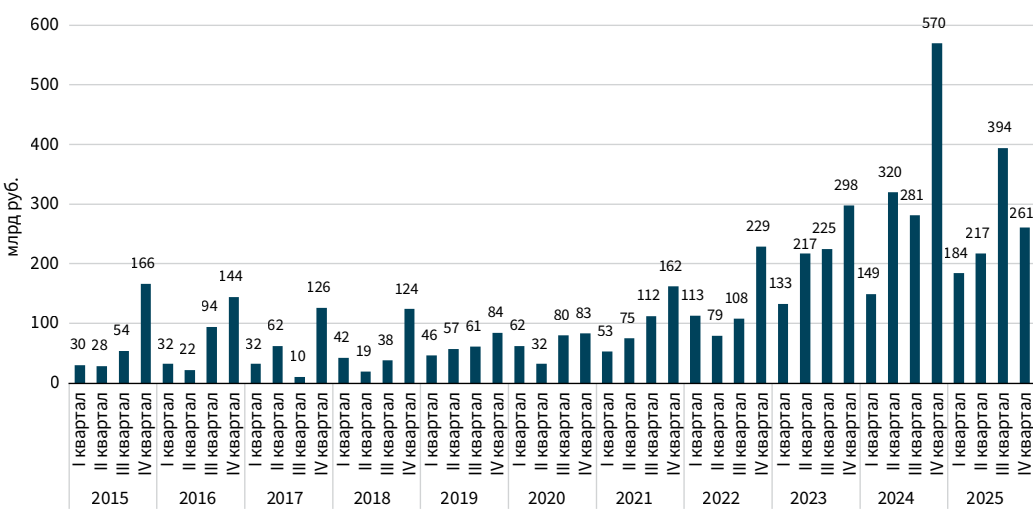


Рисунок 8
Общая динамика инвестиций в коммерческую недвижимость Российской Федерации
Источник: NF Group Research

Рисунок 9
Квартальная динамика объемов инвестиций в коммерческую недвижимость Российской Федерации
Источник: NF Group Research



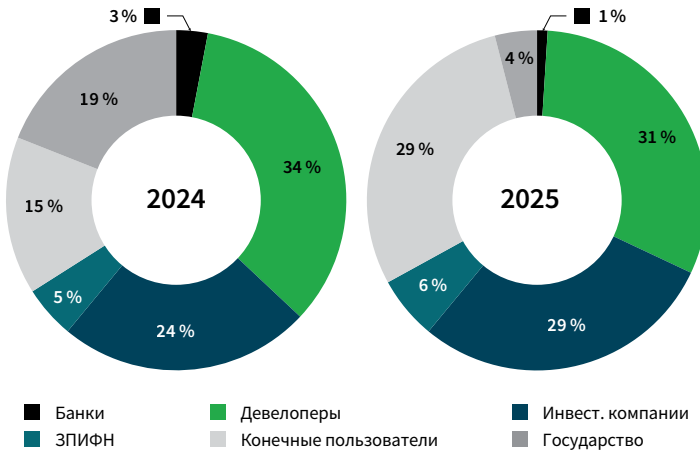
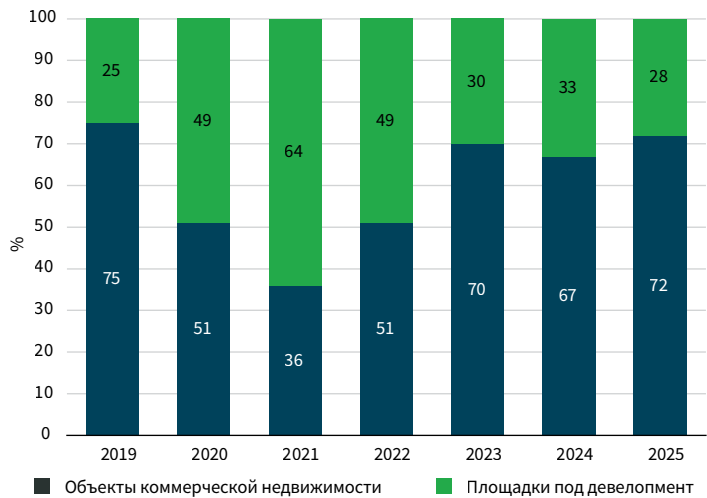


Рисунок 10
Структура инвестиций
в коммерческую
недвижимость
Российской Федерации
по типам инвесторов
Источник: NF Group Research

Рисунок 11
Структура инвестиций
на рынке коммерческой
недвижимости
по типу активов
Источник: NF Group Research



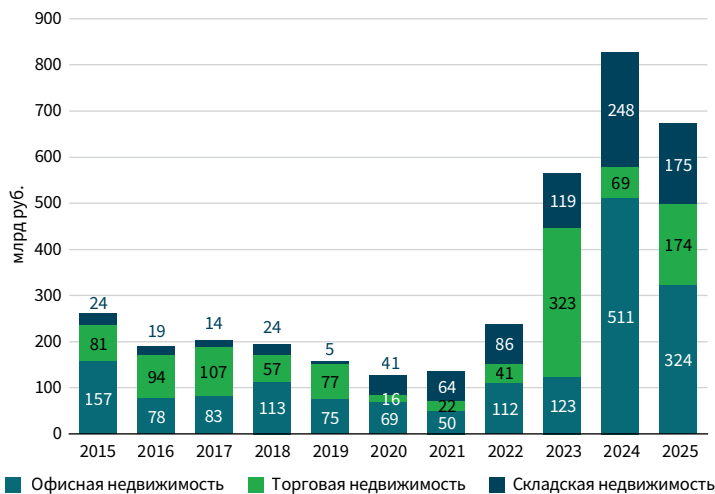


Рисунок 12
Динамика объемов инвестиций в коммерческую недвижимость по сегментам
Источник: NF Group Research

Рисунок 13
Динамика индексов максимальной, минимальной, медианной надбавки к ключевой ставке Банка России по первичным размещениям облигаций России
Источник: Cbonds.ru



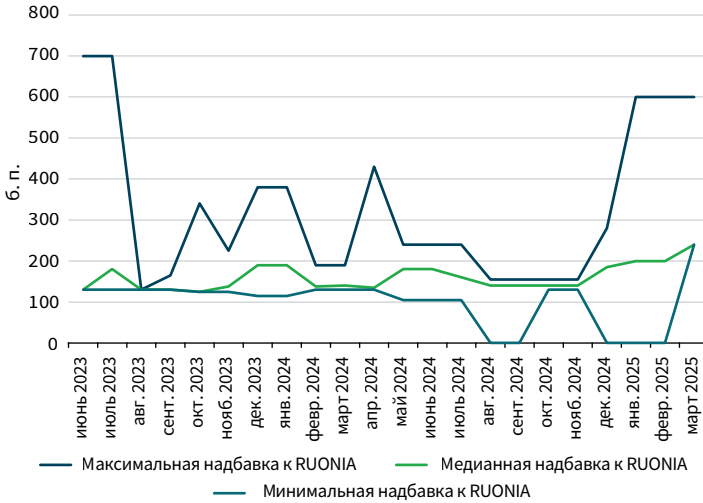
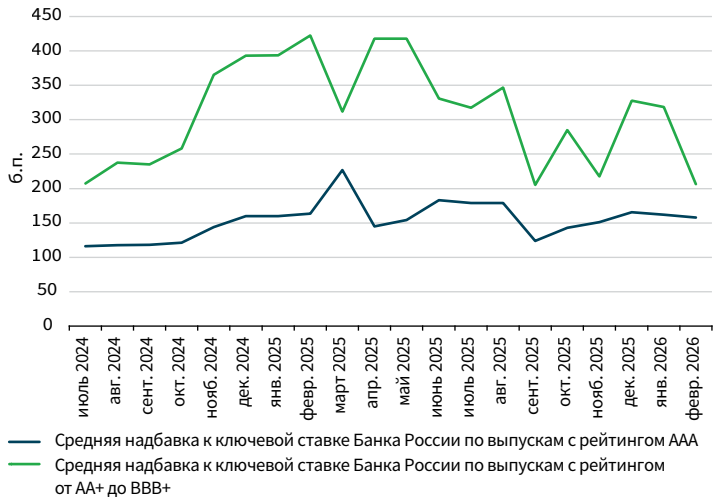


Рисунок 14
Динамика индексов максимальной, минимальной, медианной надбавки к RUONIA по первичным размещениям облигаций России
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 15
Динамика индексов средней надбавки к ключевой ставке Банка России по первичным размещениям облигаций России с рейтингом AAA и рейтингом от AA+ до BBB+
Источник: Cbonds.ru



КОРОТКО О МЕТОДИКЕ РАСЧЕТА

В расчете индексов надбавки по облигациям с плавающей ставкой учитываются облигации, у которых одновременно выполняются следующие условия:

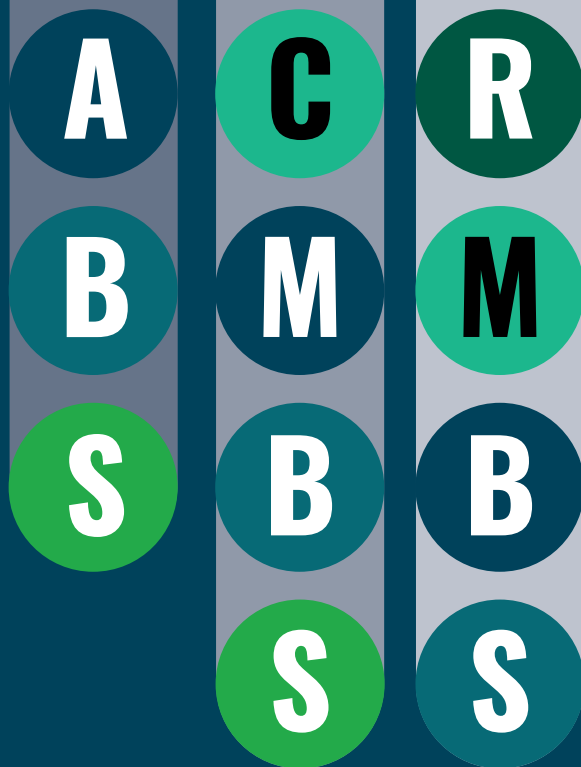
- страна — Россия;
- сектор — корпоративный;
- валюта — российский рубль;
- тип ставки — плавающая;
- базовая ставка равна ключевой ставке Банка России или RUONIA;
- дата окончания размещения приходится на отчетный месяц;
- выпуск является рыночным;
- выпуск не является ЦФА.

Индексы сгруппированы по рейтингу, сроку в обращении, виду надбавки: максимальная, минимальная, медианная, средняя, средневзвешенная надбавка. Для каждой из групп есть дополнительные критерии составления индексных списков.

Таблица 32
Изменение индексов надбавки к ключевой ставке Банка России, RUONIA
Источник: Cbonds.ru

Название индекса	Максимальная надбавка к КС ЦБ	Минимальная надбавка к КС ЦБ	Медианная надбавка к КС ЦБ	Средняя надбавка к КС ЦБ	Средневзвешенная надбавка к КС ЦБ	Средняя надбавка к КС ЦБ (AAA)	Средняя надбавка к КС ЦБ (от AA+ до VBV+)	Средняя надбавка к КС ЦБ (1–3 года)	Средняя надбавка к КС ЦБ (3–5 лет)	Средняя надбавка к КС ЦБ (5+ лет)
Текущее значение, б.п.*	380	0	162.5	182	152	158	206	170	269.29	191
Изменение с 31.12.2025, б.п.	–120	–80	–100	–162	–55	–7.83	–121.5	–94.5	–39.04	–10.67
Изменение с начала расчета индекса, б.п.**	30	–50	–87.5	–16	4	–19	13	–54	23.29	–132

* Текущее значение индекса по состоянию на 5 марта 2026 г.
** Дата начала расчета не является одинаковой для всех индексов.



Приложение 3

Рэнкинги организаторов сделок

Рэнкинги участников рынка облигаций в России

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	ВТБ Капитал Трейдинг	1 893 766	141	749	21.76
2	Sber CIB	1 780 499	118	631	20.46
3	Газпромбанк	1 504 120	167	426	17.28
4	Альфа-Банк	844 656	201	694	9.7
5	Совкомбанк	773 478	166	380	8.89
6	Банк ДОМ.РФ	295 439	21	55	3.39
7	БК Регион	261 973	39	102	3.01
8	Банк Синара	247 955	63	157	2.85
9	Россельхозбанк	201 528	43	92	2.32
10	Т-Банк	169 123	63	117	1.94
11	ЛОКО-Банк	157 993	27	59	1.82
12	Московский кредитный банк	141 922	38	130	1.63
13	ИК Велес Капитал	102 077	24	47	1.17
14	АЛОР БРОКЕР	99 497	14	20	1.14
15	ВБРР	44 621	11	15	0.51
16	БКС КИБ	43 581	93	202	0.5
17	Банк ПСБ	33 471	9	16	0.38
18	ИФК Солид	22 397	60	91	0.26
19	ИК Горизонт	14 392	4	10	0.17
20	ИК Финам	12 272	45	63	0.14
21	Ренессанс Брокер	7943	22	30	0.09
22	МТС-Банк	7402	9	12	0.09
23	ИК РИКОМ-ТРАСТ	6826	76	117	0.08
24	Цифра брокер	4917	44	76	0.06
25	Иволга Капитал	4877	10	18	0.06
Остальные		27 040	70	100	0.3
Итого		8 703 765	291	1598	100

Таблица 1

Рэнкинг организаторов облигаций на внутреннем рынке по итогам 2025 г., топ-25 (Россия)

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2

Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2025 г. (Россия)

Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %	
1	Sber CIB	476 127	2	8	46.75	
2	ВТБ Капитал Трейдинг	215 612	5	8	21.17	
3	Альфа-Банк	109 979	4	5	10.80	
4	Газпромбанк	71 875	3	7	7.06	
5	АЛОР БРОКЕР	64 375	2	3	6.32	
6	Т-Банк	50 364	5	9	4.94	
7	Совкомбанк	18 340	5	9	1.80	
8	Банк ДОМ.РФ	9937	1	2	0.98	
9	Банк Синара	1750	2	2	0.17	
10	БКС КИБ	196	1	1	0.02	
Итого		1 018 554	14	3	9	100

Таблица 3
Рэнкинг представителей
владельцев облигаций
на внутреннем рынке
по итогам 2025 г. (Россия)

Источник: Cbonds.ru

№	Представитель владельцев облигаций	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез	36	339
2	Регион Финанс	43	72
3	Волста	42	67
4	НПП Имплекс	14	27
5	Рондо Капитал	5	12
6	Юнилайн Капитал Менеджмент	7	9
7	Юрист-Н	4	7
8	СОВЕТ-Представитель	4	6
9	ПЕРВОУРАЛЬСКИЙ БАНК	3	5
10	ИК Лидер	2	4
Итого		153	548

Рэнкинги участников сделок секьюритизации в Европе, США и мире

№	Инвестиционный банк	Объем, \$ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	JP Morgan	73 166	227	383	9.37
2	Citigroup	68 315	198	341	8.74
3	HSBC	38 213	167	290	4.89
4	BofA Securities	32 818	95	175	4.20
5	BNP Paribas	31 316	102	196	4.01
6	Goldman Sachs	30 912	92	166	3.96
7	Standard Chartered Bank	29 253	165	298	3.74
8	Deutsche Bank	22 750	93	143	2.91
9	Banco Santander	18 043	61	85	2.31
10	Morgan Stanley	16 413	65	98	2.10
11	Societe Generale	14 022	62	92	1.79
12	Mizuho Financial Group	13 319	85	124	1.70
13	Credit Agricole CIB	12 275	78	117	1.57
14	ING Bank	12 165	45	93	1.56
15	SMBC Nikko Capital	10 929	76	105	1.40
16	Barclays	10 657	37	60	1.36
17	Emirates NBD Bank	10 281	75	119	1.32
18	Banco Bilbao (BBVA)	9 539	34	50	1.22
19	First Abu Dhabi Bank	8 672	48	78	1.11
20	UniCredit	7 696	28	35	0.99
21	Erste Group	7 646	31	47	0.98
22	Bank of China	7 632	105	151	0.98
23	Dubai Islamic Bank	6 471	45	61	0.83
24	ICBC	6 293	111	149	0.81
25	Mitsubishi UFJ Financial Group	6 241	54	70	0.8
Остальные		276 232	637	1342	35
Итого		781 269	753	1928	100

Таблица 4

Рэнкинг организаторов
еврооблигаций
развивающихся рынков
по итогам 2025 г., топ-25

Источник: Cbonds.ru

Таблица 5
Рэнкинг юридических
консультантов эмитентов
и организаторов
еврооблигаций
развивающихся рынков
по итогам 2025 г., топ-25
Источник: Cbonds.ru

№	Юридическая фирма	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Ozmen Yalcin	12	192
2	Linklaters	104	126
3	A&O Shearman	71	96
4	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	15	84
5	Jingtian & Gongcheng	66	80
6	Clifford Chance	60	77
7	Beijing DeHeng Law Offices	43	53
8	Jun He	44	52
9	King & Wood Mallesons	42	48
10	DeHeng Law Offices (Hong Kong)	39	44
11	Morgan Lewis	27	34
12-15	Davis Polk & Wardwell	21	26
12-15	Maples & Calder	19	26
12-15	Mayer Brown	16	26
12-15	White & Case	23	26
16	Herbert Smith Freehills	19	23
17	Ogier	16	21
18-20	Hylands Law Firm	12	19
18-20	Sullivan & Cromwell	7	19
18-20	Zhong Lun Law Firm	15	19
21-22	AllBright Law Offices	13	18
21-22	Simpson Thacher & Bartlett	14	18
23-25	Latham & Watkins	11	17
23-25	Ritch Mueller, Heather y Nicolau	6	17
23-25	Walkers	14	17
Остальные		308	395
Итого		398	767

Таблица 6
Рэнкинг организаторов выпусков ABS в США в 2025 г., топ-10
Источник: Bloomberg

№	Организатор	Объем, \$ млн	Выпуски	Доля рынка, %
1	BofA Securities	31 636	146	8.61
2	Wells Fargo	29 513	140	8.03
3	JP Morgan	27 989	152	7.62
4	Barclays	25 970	118	7.07
5	Citi	21 416	126	5.83
6	Deutsche Bank	17 872	105	4.86
7	Mizuho Financial	17 190	82	4.68
8	RBC Capital Markets	16 461	100	4.48
9	TD Securities	15 143	78	4.12
10	Mitsubishi UFJ Financial Group Inc	14 610	78	3.98

Таблица 7

Рэнкинг организаторов выпусков ABS в Европе в 2025 г., топ-10

Источник: Bloomberg

№	Организатор	Объем, млн евро	Выпуски	Доля рынка, %
1	BNP Paribas	10 569	30	17.37
2	Societe Generale	7579	22	12.46
3	Banco Santander	5881	23	9.67
4	Credit Agricole CIB	5327	18	8.75
5	BofA Securities	4189	19	6.88
6	UniCredit	3266	15	5.37
7	ING Groep	2267	10	3.73
8	Citi	2248	13	3.69
9	RBC Capital Markets	2099	7	3.45
10	Barclays	1822	7	2.99

Таблица 8

Рэнкинг организаторов выпусков RMBS в США в 2025 г., топ-10

Источник: Bloomberg

№	Организатор	Объем, \$ млн	Выпуски	Доля рынка, %
1	JP Morgan	37 750	171	18.83
2	Goldman Sachs	27 411	186	13.67
3	BofA Securities	21 935	136	10.94
4	Nomura	18 744	152	9.35
5	Barclays	18 118	154	9.04
6	Morgan Stanley	16 629	96	8.30
7	Wells Fargo	14 020	92	6.99
8	Citi	8722	61	4.35
9	Banco Santander	6462	37	3.22
10	Atlas SP	4280	48	2.14

Таблица 9

Рэнкинг организаторов выпусков RMBS в Европе в 2025 г., топ-10

Источник: Bloomberg

№	Организатор	Объем, млн евро	Выпуски	Доля рынка, %
1	Lloyds Bank	4532	27	11.28
2	Barclays	4325	20	10.76
3	Citi	4185	18	10.42
4	Banco Santander	3497	17	8.70
5	BofA Securities	3059	12	7.61
6	BNP Paribas	2698	19	6.72
7	ABN AMRO Bank NV	2413	5	6.01
8	Credit Agricole CIB	2098	3	5.22
9	Goldman Sachs	1926	5	4.79
10	Morgan Stanley	1871	7	4.66

Таблица 10

Рэнкинг организаторов выпусков CLO в США в 2025 г., топ-10

Источник: Bloomberg

№	Организатор	Объем, \$ млн	Выпуски	Доля рынка, %
1	BofA Securities	55 277	128	10.32
2	Citi	51 066	111	9.54
3	Wells Fargo	41 560	84	7.76
4	JP Morgan	40 471	91	7.56
5	BNP Paribas	36 758	79	6.87
6	Morgan Stanley	35 021	74	6.54
7	Goldman Sachs	31 153	72	5.82
8	Nomura	26 530	56	4.96
9	Jefferies	25 779	67	4.82
10	Scotiabank	24 361	58	4.55

Таблица 11

Рэнкинг организаторов выпусков CLO в Европе в 2025 г., топ-10

Источник: Bloomberg

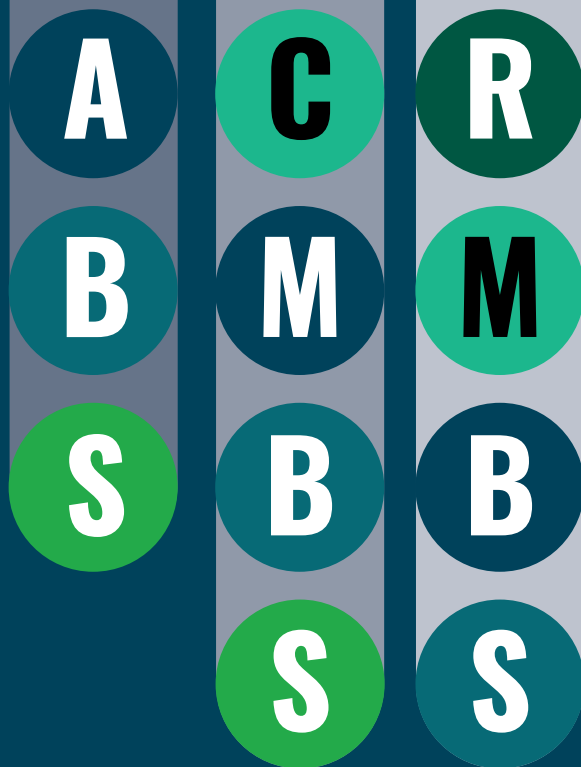
№	Организатор	Объем, млн евро	Выпуски	Доля рынка, %
1	Jefferies	16 795	44	13.84
2	BNP Paribas	14 987	38	12.35
3	JP Morgan	14 819	37	12.21
4	BofA Securities	12 938	34	10.66
5	Morgan Stanley	12 052	31	9.93
6	Citi	11 139	28	9.18
7	Goldman Sachs	8951	23	7.37
8	Barclays	8786	23	7.24
9	Deutsche Bank	7032	16	5.79
10	Natixis	5219	14	4.30

Таблица 12

Рэнкинг организаторов выпусков CLO в США и Европе в 2025 г., топ-10

Источник: Bloomberg

№	Организатор	Объем, \$ млн	Выпуски	Доля рынка, %
1	BofA Securities	70 232	162	10.40
2	Citi	64 065	139	9.49
3	JP Morgan	57 459	128	8.51
4	BNP Paribas	53 925	117	7.99
5	Morgan Stanley	48 787	105	7.23
6	Jefferies	45 124	111	6.68
7	Wells Fargo	41 793	85	6.19
8	Goldman Sachs	41 446	95	6.14
9	Nomura	26 530	56	3.93
10	Deutsche Bank	25 160	57	3.73



Приложение 4

Конференции
по долговому рынку
и секьюритизации
в 2026 г.

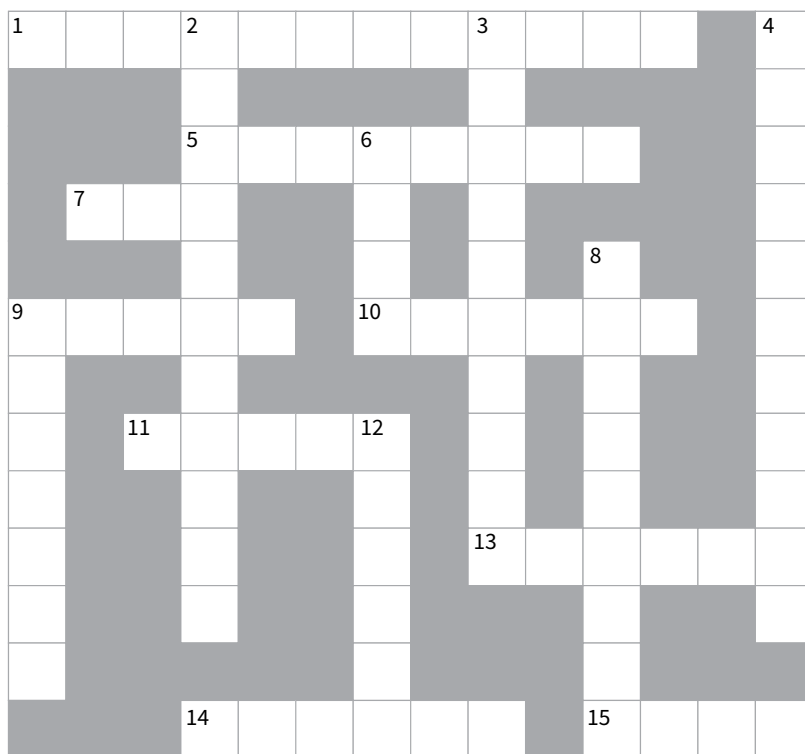
CBONDS

www.cbonds-congress.ru

Название конференции	Дата события	Место проведения
XII Российский ипотечный конгресс	4 февраля 2026 г.	Москва
Конференция IPO — 2026	26 февраля 2026 г.	Москва
Cbonds & Smart-Lab PRO облигации 2.0	28 февраля 2026 г.	Москва
IV Conference Capital Markets Armenia	13 марта 2026 г.	Ереван, Армения
II Cbonds ЦФА Конгресс	8 апреля 2026 г.	Москва
XVI Российский M&A конгресс	23 апреля 2026 г.	Москва
II Российский форум драгоценных металлов Cbonds	28 апреля 2026 г.	Москва
Investfunds Forum XVII — конференция институциональных инвесторов	21–22 мая 2026 г.	Санкт-Петербург
XXII Евразийский форум рынков капитала	18–19 июня 2026 г.	Боровое (Астана), Казахстан
XVI Российский M&A конгресс: Белые ночи 2026	23 июня 2026 г.	Санкт-Петербург
VIII Международная конференция «Рынок капитала Республики Узбекистан»	17 сентября 2026 г.	Ташкент, Узбекистан
XVIII Российский конгресс Private Equity и XIV Форум венчурных инвесторов	24 сентября 2026 г.	Москва
IX Conference Capital Markets Kazakhstan	8 октября 2026 г.	Алматы, Казахстан
V Форум «Корпоративное кредитование в России — 2026»	22 октября 2026 г.	Москва
XV конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	29 октября 2026 г.	Москва
XIII Cbonds Fixed Income Conference	19 ноября 2026 г.	Дубай, ОАЭ
XXIV Российский облигационный конгресс	3–4 декабря 2026 г.	Санкт-Петербург

Тематические конференции

Организатор	Название конференции	Дата события	Место проведения
Аудиториум auditorium-cg.ru	IV Всероссийский ипотечный Форум «Ипотека 2026»	13 марта 2026 г.	Москва
Право.ru event.pravo.ru	Рынок недвижимости и строительства в 2026 году	26 марта 2026 г.	Москва
Ведомости Конференции events.vedomosti.ru	Недвижимость: стратегии рынка в 2026 году	10 апреля 2026 г.	Москва
Всероссийский Жилищный конгресс russiacongress.ru	Всероссийский Жилищный конгресс	13–17 апреля 2026 г.	Санкт-Петербург
CRE cre.ru	Commercial Real Estate Moscow Awards 2026	23 апреля 2026 г.	Москва
Международный Жилищный конгресс realcongress.ru	Международный Жилищный конгресс	19–23 октября 2026 г.	Москва

**По горизонтали:**

1. Финансирование активов компании через их преобразование в ликвидные ценные бумаги.

5. Активы, выступающие обеспечением для выпуска ценных бумаг.

7. (Аббр.) финансовая компания, предоставляющая микрозаймы и формирующая кредитные портфели, которые могут использоваться в секьюритизации.

9. Финансовое требование или имущество, генерирующее денежные потоки и используемое в пуле секьюритизации.

10. Третья сторона, обеспечивающая кредитную поддержку и выполнение обязательств эмитента.

11. Имущество или права, переданные в обеспечение исполнения обязательств по ценным бумагам.

13. Третье лицо, обычно специальная трастовая корпорация или подразделение банка, уполномоченные представлять интересы инвесторов.

14. Город, в котором традиционно проходит конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России».

15. Вероятность возникновения убытков или недополучения дохода инвесторами вследствие дефолтов активов, изменения рыночных условий или других факторов.

По вертикали:

2. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, обеспечивающий хранение и учет активов, а также регистрацию операций с ними.

3. Кредит, предоставляемый на приобретение автомобиля, который может быть включен в пул активов для секьюритизации.

4. Активы, представляющие ценность как для заемщика, так и для кредитора, заложенные кредитору в связи с предоставлением средств заемщику.

6. Уровень приоритета выплат по ценным бумагам в структуре секьюритизации (например, старший или субординированный транш).

8. Организация, формирующая пул активов и передающая его для секьюритизации.

9. Независимая организация, осуществляющая проверку финансовой отчетности и структуры сделки секьюритизации.

12. Установленные порядок и сроки выплат основного долга и процентов по ценным бумагам или по базовым активам.



РУСИПОТЕКА
АНАЛИТИКА • СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

«Энциклопедия российской секьюритизации — 2026» — пятнадцатый выпуск тематических материалов, посвященных секьюритизации в России и зарубежному опыту подобных сделок. В энциклопедии собрана и обобщена статистика по всем прошедшим сделкам. Ведущие эксперты рынка делятся своим опытом, рассказывают об особенностях проведения сделок по секьюритизации различных активов, о своем видении проблем развития новых финансовых инструментов и инфраструктуры рынка, о юридических особенностях проведения сделок, анализируют текущее законодательство. «Энциклопедия российской секьюритизации — 2026» адресована специалистам в области рынка секьюритизации банков и инвестиционных компаний, специалистам по ипотечному, потребительскому кредитованию, а также всем читателям, заинтересованным в развитии современных финансовых инструментов и технологий.

ПРИГЛАШАЕМ ПРИНЯТЬ УЧАСТИЕ В ВЫПУСКЕ «ЭНЦИКЛОПЕДИИ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ — 2027»

Контактная информация по вопросам участия:
Альберт Ипполитов: e-mail: project@rusipoteka.ru
Константин Васильев: e-mail: review@cbonds.info

АО «Сбондс.ру»
196006, г. Санкт-Петербург, Лиговский пр., д. 266, БЦ «Премьер Лига»
Тел./факс: +7 (812) 336 9721
www.cbonds.ru

Rusipoteka.ru (ООО «Русипотека»)
124482, г. Москва, Савелкинский проезд, 4, бизнес-центр, офис 1313
Тел.: +7 (916) 113 8001
www.rusipoteka.ru

Редактор — Анна Доронина, руководитель отдела редакции, АО «Сбондс.ру»

Коллектив редакции:
Альберт Ипполитов, генеральный директор, ООО «Русипотека»
Константин Васильев, партнер, генеральный директор АО «Сбондс.ру», к. э. н.
Екатерина Коновалова, специалист отдела редакции, АО «Сбондс.ру»
Екатерина Грабчак, специалист отдела
долговых рынков России и стран СНГ, АО «Сбондс.ру»

Дизайн: Владимир Панкратов
Корректурa: Ольга Козлова

Подписано в печать: 10.04.2026
Отпечатано в типографии «АСТЕР Петербург»
Тираж: 1500 экз.