



Банк России



Секьюритизация: теория, международные практики и условия применения в России

Аналитическая записка

А. Рачкевич

2025

Алексей Рачкевич

Банк России, Отделение Иркутск

E-mail: RachkevichAYu@cbr.ru

Содержание настоящей аналитической записки отражает личную позицию автора. Результаты анализа являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты анализа не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Телефоны: +7 499 300-30-00, +7 495 621-64-65 (факс)
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

Оглавление

1. Введение	4
2. Секьюритизация: устоявшиеся схемы, определение, классификация	6
3. Глобальные практики и национальные аспекты секьюритизации в России	14
4. Условия успешного внедрения международного опыта секьюритизации в России.....	22
Список литературы	24

1. Введение

Российская экономика приспосабливается к новым условиям, и важным фактором этого процесса становится развитие инструментов долгосрочного финансирования, сбережений и инвестиций. Преобразование сбережений различной срочности в инструменты долгосрочного финансирования бизнеса возможно посредством секьюритизации. Важно отметить, что секьюритизированные ценные бумаги представляют собой привлекательные объекты для инвестиций благодаря тому, что выплаты по ним обеспечиваются поступлениями от большого числа объединенных в пул активов. Вопросы развития секьюритизации активно обсуждаются как среди участников финансового рынка¹, так и на уровне российского мегарегулятора², что подчеркивает ее значимость и актуальность³.

Секьюритизация широко применяется в различных странах мира, многие из которых опираются на ее американскую модель. Международный опыт показывает, что процесс секьюритизации открывает значительные возможности для развития долгосрочного кредитования и расширения арсенала инструментов фондового рынка. Однако он также сопряжен с рисками как для экономической стабильности отдельных стран, так и для глобальной финансовой системы.

Тема секьюритизации вызывает большой интерес у международного научного сообщества, участников рынка и регуляторов, но до сих пор не выработаны эффективные меры по минимизации связанных с ней рисков. Актуальность этой проблемы усиливается в условиях общемирового курса на цифровизацию финансовых рынков, включая российский⁴.

Подготовленная аналитическая записка является реакцией на недостаток систематизированных знаний о современном состоянии теории секьюритизации как в российской, так и в мировой науке. Сохраняют актуальность формирование единой концепции, универсальной терминологии и надежных методологических оснований, необходимых для эффективной постановки и решения связанных с секьюритизацией задач. Кроме того, современные экономические реалии требуют свежих идей и нестандартных решений, особенно в свете возросших требований к устойчивости и прозрачности финансовых инструментов.

Автор свыше 20 лет проводил анализ процессов секьюритизации, результатом которого стали научные работы. Наиболее весомые из них опубликованы в журнале «Деньги и кредит»⁵. Важнейшим итогом проделанной работы является формирование позиции касательно потенциала и сопутствующих рисков введения секьюритизации в финансовую систему России.

¹ Перегрузка рынка неипотечной секьюритизации. Совместный доклад Саморегулируемой организации «Национальная финансовая ассоциация» и Ассоциации банков России. Декабрь 2021.

² Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях. Документ для общественного обсуждения. Банк России. 2022.

³ Направления экономических исследований в Банке России в 2023–2025 годах. Банк России. Июль 2023.

⁴ Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации. Доклад для общественных консультаций. Банк России. 2022.

⁵ Журнал «Деньги и кредит». 2006. № 7. С. 27–36; 2006. № 12. С. 19–28; 2008. № 8. С. 22–31.

Цель исследования заключается в выявлении экономической природы и сути секьюритизации, анализе развития этого механизма в мировом масштабе и отечественного опыта выпуска секьюритизированных ценных бумаг, а также в разработке методологических и практических рекомендаций для успешного внедрения мирового опыта секьюритизации в российских условиях.

Информационную базу аналитической записки составляют фундаментальные и прикладные труды зарубежных авторов, нормативные документы Европейского парламента, материалы с официального сайта Федеральной резервной системы США, аналитические отчеты международных рейтинговых агентств (Standard & Poor's, Moody's Investors Service, Fitch), нормативно-правовые акты Российской Федерации, публикации отечественных финансовых институтов, а также электронные СМИ.

Ключевые слова: секьюритизация, Asset-Backed Securities, мировой финансовый кризис.

JEL-коды: G15, G21, G32, O16.

2. Секьюритизация: устоявшиеся схемы, определение, классификация

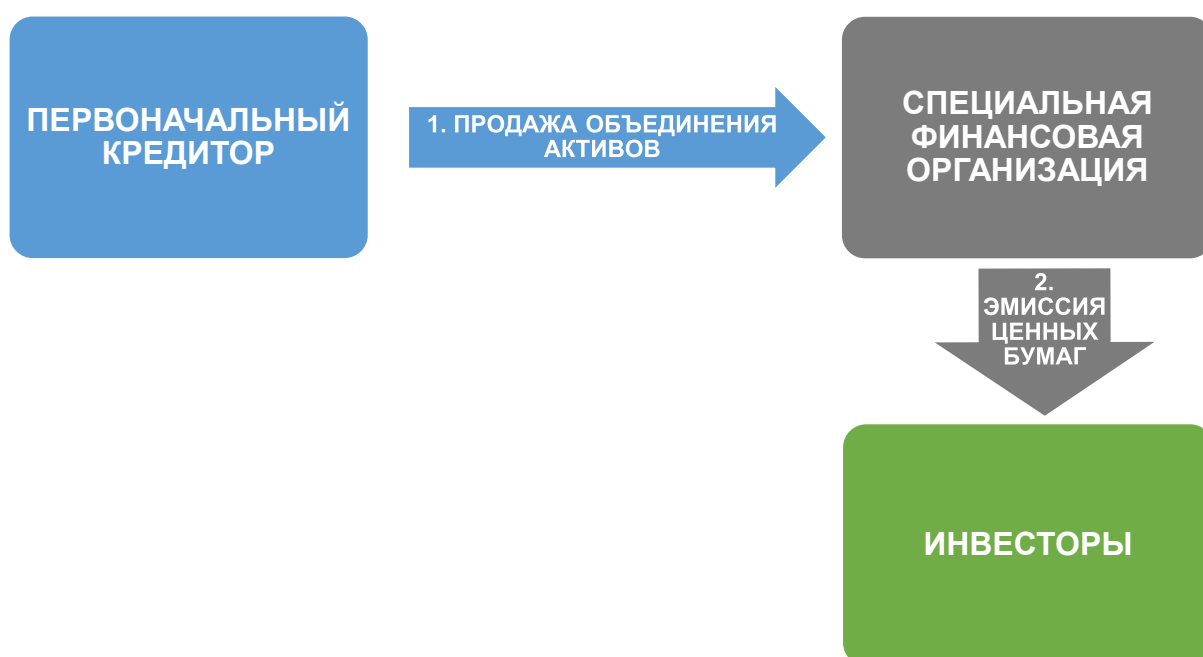
Термин «секьюритизация» получил широкое распространение в мировой экономической науке, научных исследованиях и официальной документации. Однако до сих пор не существует единого универсального определения этого понятия.

Исследование автора демонстрирует, что современная научная концепция секьюритизации и ее практическое применение основаны на определениях, различающихся по уровню абстракции, точности и строгости. Однако большинство существующих в экономической литературе определений не отражает характерных особенностей секьюритизации.

Анализ различных источников по теме секьюритизации показал, что в большинстве исследований она рассматривается как последовательность определенных шагов. Эти шаги обычно стандартны и включают деятельность по вовлечению активов в выпуск и обслуживание ценных бумаг по одной из следующих схем.

Первая схема (рис. 1) включает ряд последовательных шагов.

Рис. 1. Схема 1 процесса секьюритизации



Источник: данные автора.

Процесс секьюритизации начинается с анализа активов первоначального кредитора (чаще всего банка): выбираются качественные активы, пригодные для секьюритизации. Составляется список таких активов, и первоначальный кредитор заключает договор купли-продажи со специальной финансовой организацией, принимающей активы на свой баланс. Следующий этап – выпуск обеспеченных активами ценных бумаг, которыми торгуют на рынке, привлекая инвесторов. Средства, полученные от продажи этих бумаг, возвращаются первоначальному кредитору взамен переданных активов. Дальнейшие платежи, поступающие от выданных кредитов,

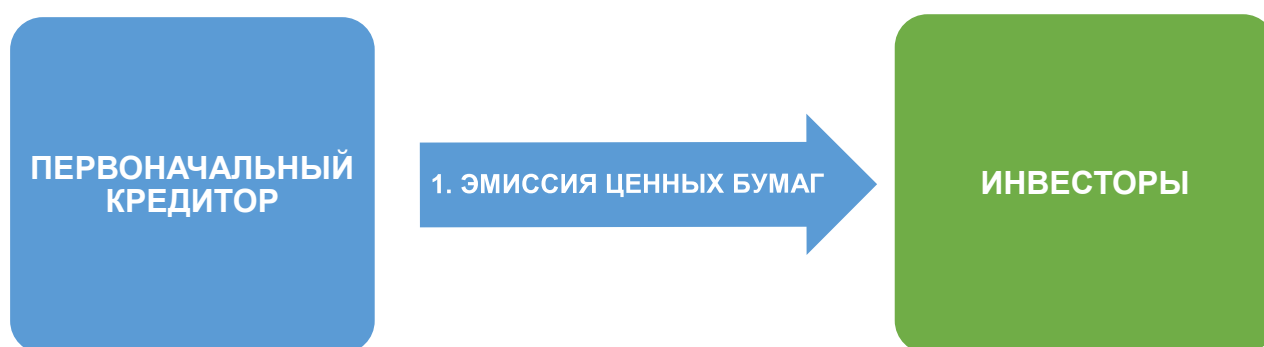
направляются на погашение обязательств перед инвесторами, купившими выпущенные ценные бумаги.

Представленная схема процесса секьюритизации, ставшая самой распространенной в мире, впервые была применена в США в 1970 году. Тогда Государственная национальная ипотечная ассоциация (GNMA, или Ginnie Mae) выпустила ценные бумаги, подтверждающие право их владельцев на долю средств, полученных от объединения определенных ипотек.

Помимо первой схемы, существует еще несколько устоявшихся схем процесса секьюритизации (рис. 2–4).

Вторая схема секьюритизации отличается отсутствием таких шагов, как продажа активов, оплата за объединение активов и отдельный сбор средств от них. Все процессы осуществляются внутри банка, активы остаются на его балансе, управление денежным потоком ведется самостоятельно, без посредников.

Рис. 2. Схема 2 процесса секьюритизации



Источник: данные автора.

Отсутствие этих этапов обусловлено тем, что функции инициатора, эмитента и обслуживающей компании в рамках второй схемы выполняет первоначальный владелец активов.

В качестве примера секьюритизации по второй схеме можно привести выпуск облигаций Pfandbrief⁶ немецкими ипотечными банками. Сегодня аналогичные ценные бумаги выпускаются и в других европейских странах: во Франции они известны как Obligations Foncières, в Испании — как Cédulas Hipotecarias, в Люксембурге — как Lettres de Gage⁷.

⁶ Pfandbrief — это вид ценных бумаг, которые впервые появились в Пруссии в 1769 году. Изначально они использовались специализированными ипотечными кредитными учреждениями (так называемыми Landschaften) для выдачи кредитов под залог недвижимости. Однако к концу века эти учреждения прекратили свою деятельность. Тем не менее термин Pfandbrief сохранился и с тех пор используется для обозначения облигаций, выпускаемых немецкими ипотечными банками. Эти облигации обеспечены ипотекой или другими активами, что делает их относительно надежными инвестиционными инструментами.

⁷ Marshall Tom. Back to basics: Pfandbrief issuers are increasingly abandoning jumbos in favour of more traditional smaller issues taken to market as strategic need demands (Pfandbriefe). Euromoney. 34.408. April 2003. 118(5).

Принятие Конгрессом США в 1960-х годах закона, регулирующего инвестиционные трасты недвижимости (Real Estate Investment Trust, REIT)⁸, позволило проводить секьюритизацию по третьей схеме (рис. 3).

Рис. 3. Схема 3 процесса секьюритизации



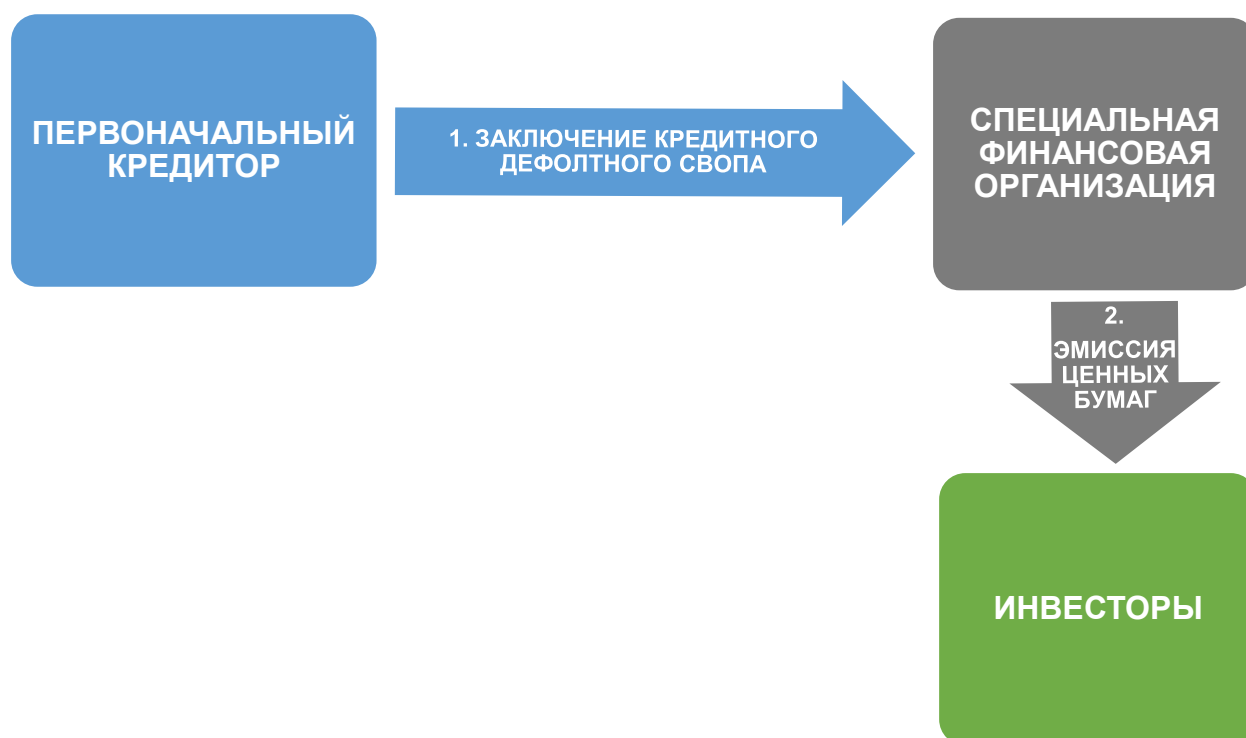
Источник: данные автора.

При сравнении процессов секьюритизации по схемам 1 и 3 (рис. 1 и 3 соответственно) видно, что различия между ними весьма значительны. Единственным участником, который фигурирует в обеих схемах, является инвестор. Вместо этапа «Продажа объединения активов» здесь появляется этап «Формирование объединения активов». Кроме того, последовательность этапов отличается: сначала выпускается ценная бумага, а затем формируется объединение активов. Причина таких отличий заключается в виде ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации по третьей схеме, – инвестиционных паев, для которых предусмотрен специальный порядок выпуска.

Схема 4 (рис. 4) значительно отличается от схемы 1 процесса секьюритизации. Несмотря на участие одних и тех же субъектов в обеих схемах, общими для них являются только выпуск ценных бумаг и осуществление выплат инвесторам. Все остальное кардинально другое. Основная особенность процесса секьюритизации по схеме 4 – это использование активов в качестве носителей риска, передача которого осуществляется через кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS).

⁸ John H. Langbein. The secret life of the trust: the trust as an instrument of commerce. Yale Law Journal. Oct. 1997. V. 107. No. 1. Pp. 165–189.

Рис. 4. Схема 4 процесса секьюритизации



Источник: данные автора.

Активы остаются на балансе банка, но риски по ним передаются через кредитный дефолтный своп. Первоначальный кредитор покупает защиту у специальной финансовой организации, делая ей периодические взносы. Если наступает кредитное событие (дефолт заемщика), защита выплачивает компенсацию кредитору. Специальная финансовая организация на основе объединения кредитных дефолтных свопов выпускает собственные ценные бумаги. Инвесторы таких ценных бумаг получают доход за счет премии по CDS.

Указанная схема впервые была апробирована в США в 1997 году, а с 1998 года⁹ в Европе положила начало новому сегменту рынка – «синтетической секьюритизации».

По результатам сравнения различных схем секьюритизации стало возможным выделить ее характерные признаки.

Первый признак – в процессе секьюритизации происходит выпуск ценных бумаг. Практически все исследователи подчеркивают этот аспект при описании сути секьюритизации. Более того, именно этот признак лег в основу формирования самого термина «секьюритизация»: слово *security* («ценная бумага») составляет основу этого понятия и подразумевает наличие обеспечения¹⁰. Авторство термина

⁹ Moorad Choudhry; Frank J. Fabozzi. Originating collateralized debt obligations for balance sheet management. Journal of Structured and Project Finance. Fall 2003. V. 9. 13. P. 32(21).

¹⁰ Среди других возможных интерпретаций данного слова можно выделить следующие: «безопасность», «уверенность в будущем», «защита» или «охрана», «боевое обеспечение», «гарантия исполнения обязательств», «ценные бумаги с низкой степенью риска».

«секьюритизация» часто приписывают Льюису С. Раниери (Lewis S. Ranieri)¹¹, который около 40 лет назад предложил использовать его для обозначения выпуска определенного типа ценных бумаг. Однако, чтобы отличить ценные бумаги, связанные с секьюритизацией, от остальных, необходимы знания и других, внутренне присущих ей признаков.

Второй признак – выплаты по ценным бумагам, выпущенным в результате секьюритизации, осуществляются из средств, поступающих от заранее определенных активов. Другими словами, в процесс выпуска и обслуживания ценных бумаг вовлекаются заранее выбранные активы. Важно отметить, что не любые активы могут выступать источником платежей; подходящими считаются только те, которые представляют собой денежные требования или ценные бумаги, удостоверяющие их. Денежное требование – это право одного субъекта (кредитора) требовать у другого субъекта (должника) определенную сумму денег в оплату за предоставленное имущество, выполненную работу или оказанную услугу. Такое требование может быть как существующим, когда срок платежа уже наступил, так и будущим, если право на получение средств появится только позже. Практика показывает, что предпочтительными являются те денежные требования, по которым поступления происходят регулярно, и можно предсказать общий объем средств, которые поступят за весь период их существования.

Третий признак – существует взаимосвязь между ценными бумагами, выпущенными в процессе секьюритизации, и активами, участвующими в обслуживании этих бумаг. Эта связь проявляется, в частности, при установлении таких параметров ценных бумаг, как срок обращения и объем эмиссии. Основным критерием при определении срока выпуска ценных бумаг являются данные о периоде, в течение которого ожидается поступление средств от определенных активов, тогда как сумма эмиссии определяется исходя из предполагаемого объема этих поступлений за указанный период.

Учитывая анализ ключевых характеристик, представленных выше, автор работы предложил уточненное определение термина «секьюритизация». Под секьюритизацией понимается процесс вовлечения активов в выпуск и обслуживание ценных бумаг. Это определение позволяет четко разграничить секьюритизацию и иные формы финансовой активности, исключить возможные недоразумения при использовании смежных понятий и обеспечить концептуальную ясность в дальнейших рассуждениях.

В табл. 1 автор представил классификацию секьюритизаций. Данная классификация имеет высокую значимость, поскольку интегрирует результаты многоаспектного анализа зарубежного правового регулирования и практических подходов, а также опирается на опыт различных стран.

¹¹ David I. Meiselman A. Primer on Securitization (book reviews). Business Economics. Jan. 1997. V 32. No. 1. P. 71(2); Mike McNamee Your Mortgage Was His Bond (mortgage banker Lewis S. Ranieri) (Biography). Business Week. Nov. 29, 2004. No. 3910. P. 18.

Табл. 1. Классификация секьюритизаций

№	Классификационный признак	Виды секьюритизаций
1	По местоположению активов	Балансовая – активы остаются на балансе инициатора процесса. В этом случае компания, которая привлекает средства через выпуск ценных бумаг, продолжает учитывать соответствующие активы как часть своего баланса, несмотря на то что она выпускает обязательства, связанные с этими активами. Внебалансовая – активы передаются на баланс третьего лица. Здесь происходит передача активов на баланс специального юридического лица (например, SPV – Special Purpose Vehicle), которое затем выпускает ценные бумаги, обеспечивая инвесторам права на доходы от этих активов. При таком подходе инициатор секьюритизации снимает активы со своего баланса, тем самым уменьшая свои риски и обязательства.
2	По роли активов	Классическая секьюритизация – активы выступают в качестве обеспечения. В данном случае ценные бумаги выпускаются под обеспечение конкретных активов, таких как ипотечные займы, автокредиты или другие виды долговых обязательств. Инвесторы получают право на получение доходов от этих активов, и, если эмитент не сможет выполнять свои обязательства, они могут претендовать на активы в качестве компенсации. Синтетическая секьюритизация – активы играют роль носителей риска. Этот тип секьюритизации обычно связан с использованием производных финансовых инструментов, таких как кредитные дефолтные свопы (CDS). Активы здесь используются не столько как прямое обеспечение, сколько как источник риска, который передается третьим лицам посредством деривативов. Таким образом, инвесторы принимают на себя риск невыполнения обязательств по активам без необходимости передачи самих активов. Доверительная секьюритизация – активы играют роль объекта доверительного управления. В этой модели активы передаются в управление специальной компании или фонду, который действует в интересах инвесторов. Доходы от этих активов направляются на выплату процентов и погашение основной суммы долга держателям выпущенных ценных бумаг.
3	По виду активов	Ипотечная секьюритизация – пул формируется из прав требований по ипотечным кредитам. В рамках этого вида секьюритизации основой для выпуска ценных бумаг служат права требования по ипотечным займам, предоставленным физическим или юридическим лицам. Такие займы обеспечиваются недвижимостью заемщика, что снижает уровень риска для инвесторов. Неипотечная секьюритизация – пул формируется из активов, отличных от ипотечных. В этом случае активы могут включать различные типы долгового финансирования, такие как потребительские кредиты, автокредиты, студенческие займы, коммерческая задолженность и так далее. Неипотечная секьюритизация предоставляет возможность привлекать финансирование за счет более широкого спектра активов, однако степень риска может варьироваться в зависимости от качества входящих в пул активов.

№	Классификационный признак	Виды секьюритизаций
4	По месту нахождения эмитента	Внутренняя секьюритизация – эмитент находится внутри страны. В этом случае процесс секьюритизации осуществляется в пределах одной юрисдикции, где находятся и эмитент, и инвесторы. Все правовые аспекты сделки регулируются национальным законодательством, что упрощает процедуру и минимизирует юридические риски. Трансграничная секьюритизация – эмитент находится за пределами страны. Такой вид секьюритизации предполагает участие иностранных субъектов, когда эмитентом является юридическое лицо, зарегистрированное в другой стране. Трансграничная секьюритизация требует учета международных правовых норм и может усложнять сделку из-за различий в законодательстве разных стран. Тем не менее этот подход открывает доступ к международным рынкам капитала и может привлечь более широкий круг инвесторов.
5	По организации процесса	Простая секьюритизация – основана на выпуске ценных бумаг, обеспеченных пулом денежных требований по ссудам. Выплаты по таким ценным бумагам производятся равномерно и одновременно всем инвесторам. Это наиболее традиционный и простой способ секьюритизации, при котором все участники имеют одинаковые права на доходы от активов, формирующих пул. Сложноструктурированная секьюритизация основывается на формировании пула из ранее секьюритизированных ценных бумаг. В отличие от простого подхода, выплаты инвесторам происходят в соответствии с заранее установленной иерархией (очередностью). Это означает, что разные классы инвесторов получают выплаты в разное время и в разном объеме в зависимости от уровня риска, связанного с конкретным классом ценных бумаг. Сложноструктурированные схемы позволяют эмитентам предлагать инвесторам различные уровни доходности и риска, что делает этот метод более гибким, но и более сложным для понимания и управления.
6	По происхождению активов	Разнородная секьюритизация – пул сформирован из активов, принадлежащих разным инициаторам. В этом случае ценные бумаги выпускаются на основе объединенного портфеля активов, поступивших от различных компаний или организаций. Такая структура позволяет диверсифицировать риски, поскольку активы поступают из разных источников, снижая зависимость от одного конкретного эмитента. Цельно-деловая секьюритизация, или «секьюритизация бизнеса», – для выпуска ценных бумаг используются активы только одного инициатора. В данной схеме все активы принадлежат одному юридическому лицу, которое выступает инициатором секьюритизации. Этот вариант часто применяется крупными компаниями, желающими мобилизовать капитал путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных своими собственными активами.
7	По форме выпуска активов	Традиционная секьюритизация – в процессе участвуют традиционные финансовые активы. В данном случае речь идет о классических инструментах, таких как ипотечные кредиты, автокредиты, корпоративные долги и прочие физические активы, оформляемые в виде традиционных договоров и документов. Традиционные активы могут находиться на балансах банков или других финансовых учреждений и впоследствии секьюритизируются для привлечения дополнительных средств.

№	Классификационный признак	Виды секьюритизаций
		Цифровая секьюритизация – в процессе задействуются финансовые активы, выпущенные в электронной форме. Цифровые активы включают токенизированные версии реальных активов, криптовалюту, цифровые права на интеллектуальную собственность и другие электронные инструменты. Эта форма секьюритизации активно развивается благодаря внедрению блокчейн-технологий и цифровых платформ, позволяющих быстрее и эффективнее осуществлять транзакции и учет прав собственности.

Источник: данные автора.

3. Глобальные практики и национальные аспекты секьюритизации в России

Сегодня условия для проведения секьюритизации сформированы во множестве стран мира, включая Россию, которая, как и большинство других государств, опирается на опыт США (схема 1 процесса секьюритизации). Это вполне закономерно, поскольку американский рынок секьюритизированных ценных бумаг традиционно считается крупнейшим и наиболее развитым. Годовые объемы выпуска таких ценных бумаг в США по-прежнему остаются наивысшими в мире (табл. 2).

Табл. 2. Объемы эмиссий секьюритизированных ценных бумаг в мире в 2018–2024 годах (млрд долл. США)

Страна	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
США	540	582	452	784	596	510	547
Канада	18	15	9	11	13	11	9
Европа	123	115	85	130	87	98	104
Китай	292	335	444	492	292	264	264
Япония	55	61	62	59	46	40	39
Австралия	23	31	25	37	34	31	33
Латинская Америка	15	22	16	32	28	26	29

Источник: по данным материалов сайта [S&P Global](https://www.spglobal.com).

Помимо количественных показателей, секьюритизация в США также характеризуется качественным развитием, проявляющимся в многообразии выпускаемых ценных бумаг. Эти ценные бумаги отличаются главным образом типом активов, которые используются в качестве источника выплат (рис. 5).

Например, при использовании требований по ипотечным кредитам, обеспеченным жилой недвижимостью, формируются ценные бумаги типа Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), тогда как кредиты под залог коммерческой и промышленной недвижимости образуют сегмент Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS).

По мере увеличения числа выпусков, связанных с неипотечными активами, начал создаваться новый сегмент – Asset-Backed Securities (ABS). Старт этому процессу дал выпуск американской компанией «Западные финансовые сбережения» (Western Financial Savings) в 1985 году ценных бумаг, обеспеченных автокредитами¹². В дальнейшем на рынке появились ценные бумаги, обеспеченные задолженностью по кредитным картам¹³.

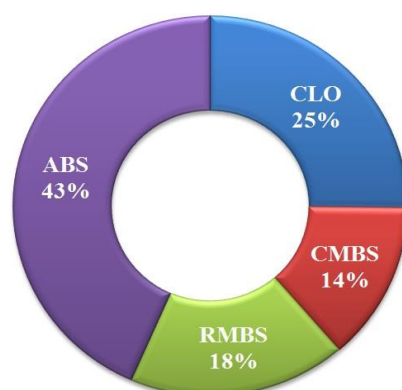
В отличие от RMBS и CMBS, в качестве источника платежей по ABS могут выступать различные активы, генерирующие регулярные поступления на протяжении

¹² Carol Davenport Ways to secure an advantage (the usage of securitized receivables by banks). Euromoney. May 1987. P. 75(6).

¹³ Allan Sloan What will they think of next? (security made up of unsecured loans). Forbes. May 19, 1986. V. 137. P. 32(2).

всего срока их существования, такие как автокредиты, платежи по кредитным картам, потребительские кредиты и другие.

Рис. 5. Структура рынка секьюритизированных ценных бумаг США по состоянию на 01.01.2025



Источник: по данным материалов сайта [S&P Global](https://www.spglobal.com).

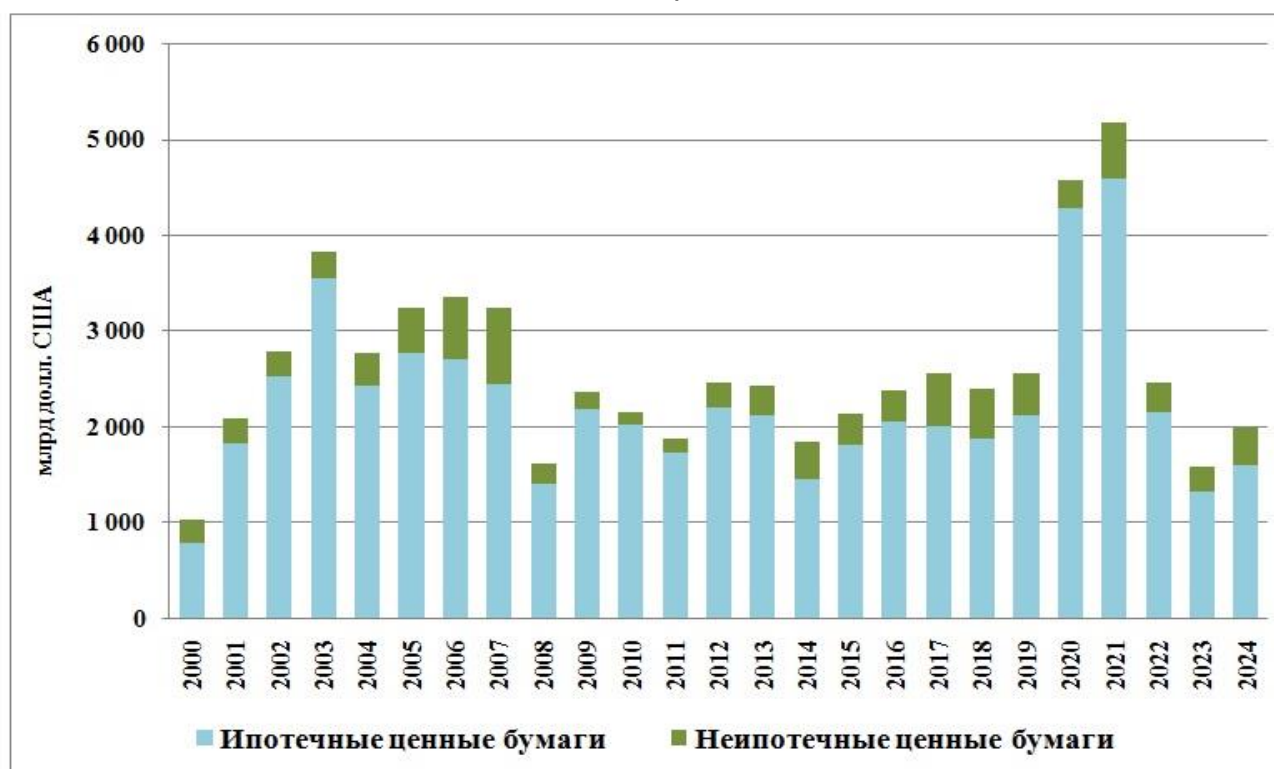
Одной из особенностей ABS и MBS¹⁴ является то, что доходы от пула активов распределяются между всеми инвесторами равномерно и одновременно. Своевременность и полнота выплат зависят исключительно от стабильности поступлений от этих активов. Нарушение стабильности может привести либо к задержке выплат, либо к досрочному исполнению обязательств перед инвесторами. Поэтому выпуск ABS с использованием высокорисковых банковских кредитов оказался экономически неоправданным из-за высоких затрат на защиту инвесторов от потенциальных рисков.

Решение проблемы было найдено в форме выпуска облигаций, обеспеченных пулом кредитов – Collateralized Loan Obligations (CLO), которые позволяют распределять риски между владельцами различных классов ценных бумаг. Суть заключается в том, что выплаты инвесторам CLO производятся в соответствии с установленной очередностью. Таким образом, своевременность и полнота выплат зависят не только от стабильности поступлений от активов, но и от класса ценной бумаги. Негативные последствия нарушений стабильности поступлений перекладываются с ценных бумаг первого приоритета («старшие классы») на бумаги последнего приоритета («младшие классы»), по которым обычно установлена более высокая доходность.

Хотя американская модель секьюритизации допускает включение широкого спектра активов, основная часть выпусков традиционно приходится на бумаги, обеспеченные ипотекой (рис. 6). Это объясняется тем, что ипотечные кредиты обычно предоставляются по государственным стандартам только надежным заемщикам с устойчивым доходом и приемлемой кредитной нагрузкой. Кроме того, пул ипотечных кредитов на протяжении долгого времени обеспечивает стабильный денежный поток.

¹⁴ В экономической литературе для обозначения всех видов секьюритизированных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и имеющих различную структуру и уровни риска, широко применяется обобщающее название MBS.

Рис. 6. Объем эмиссии секьюритизированных ценных бумаг в США по видам обеспечения за период с 2000 по 2024 год



Источник: составлено автором по данным материалов сайта [SIFMA](https://www.sifma.com).

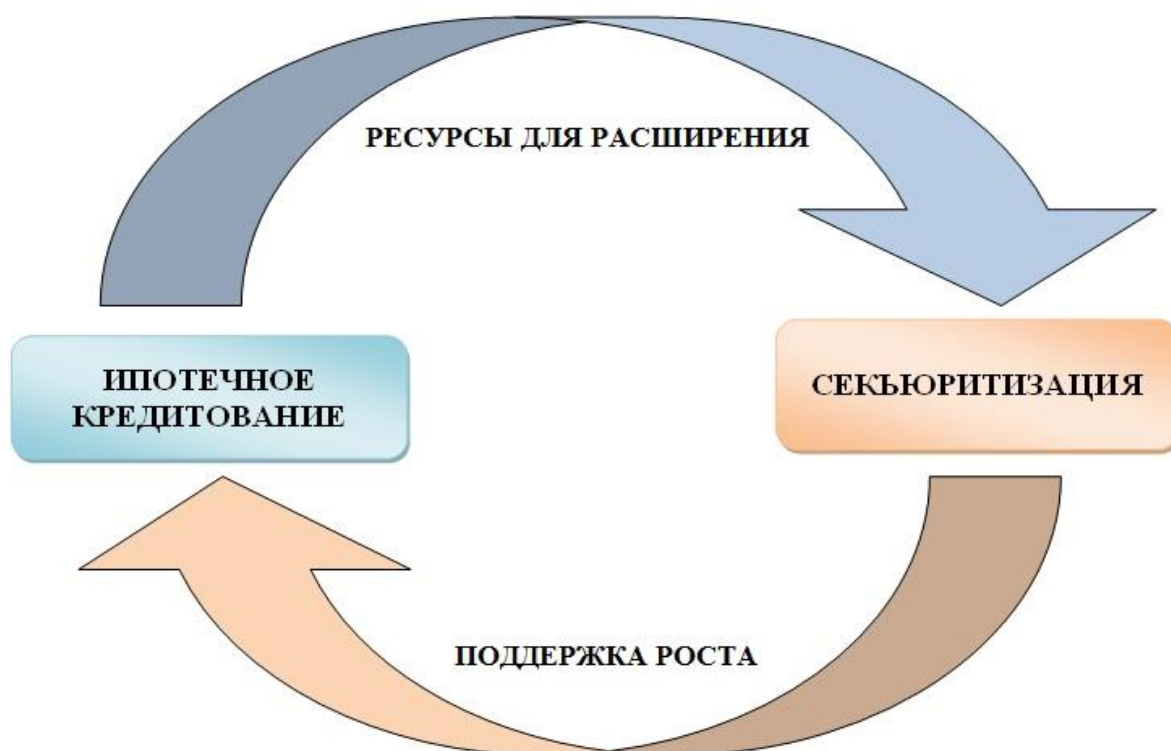
Исторически ипотечное кредитование и секьюритизация находятся в тесной взаимосвязи, оказывая взаимное влияние друг на друга (рис. 7). Мировой опыт демонстрирует, что секьюритизация активно развивается в тех странах, где ипотечное кредитование функционирует на рыночных принципах и существует реальный платежеспособный спрос на жилищные кредиты со стороны заемщиков.

Действительно, только на базе пула ипотечных кредитов, предоставленных на рыночных условиях, возможно выпускать ценные бумаги с привлекательной доходностью. Высокий уровень платежеспособности домохозяйств, активно использующих ипотеку, создает благоприятные условия для увеличения объема эмиссии секьюритизированных ценных бумаг.

Напротив, привлечение для выпуска и обслуживания ценных бумаг ссудной задолженности, возникшей вне рыночных условий, несет угрозу как для развития секьюритизации, так и для соответствующего вида кредитования. Ярким примером служит ипотечный кризис, начавшийся в США в начале 2000-х годов и впоследствии переросший в глобальный¹⁵.

¹⁵ В начале 2000-х годов в США произошло значительное расширение ипотечного кредитования коммерческими банками благодаря снижению требований к финансовым показателям потенциальных заемщиков, качеству их кредитных историй, уменьшению первоначального взноса и использованию плавающих процентных ставок. Кредиты с повышенными рисками невыплат, известные в экономической литературе как «субстандартные» (от англ. subprime), характеризуются более высокими процентными ставками.

Рис. 7. Схема взаимосвязи ипотечного кредитования и секьюритизации



Источник: данные автора.

В России начало работ по созданию законодательной базы для секьюритизации было положено в 2003 году с принятием федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»¹⁶. Однако, несмотря на то что с момента принятия закона прошло более двух десятилетий, доля ипотечных кредитов, используемых для выпуска ценных бумаг, остается невысокой и составляет менее 10% (рис. 8). Для сравнения: в США около $\frac{3}{4}$ всех выданных ипотечных кредитов подвергается секьюритизации¹⁷.

Развитие процессов секьюритизации в сфере ипотечного кредитования предполагает наличие большого количества стандартных, коммерчески привлекательных ипотечных кредитов, которые могли бы быть объединены в крупные пулы для последующего выпуска ценных бумаг.

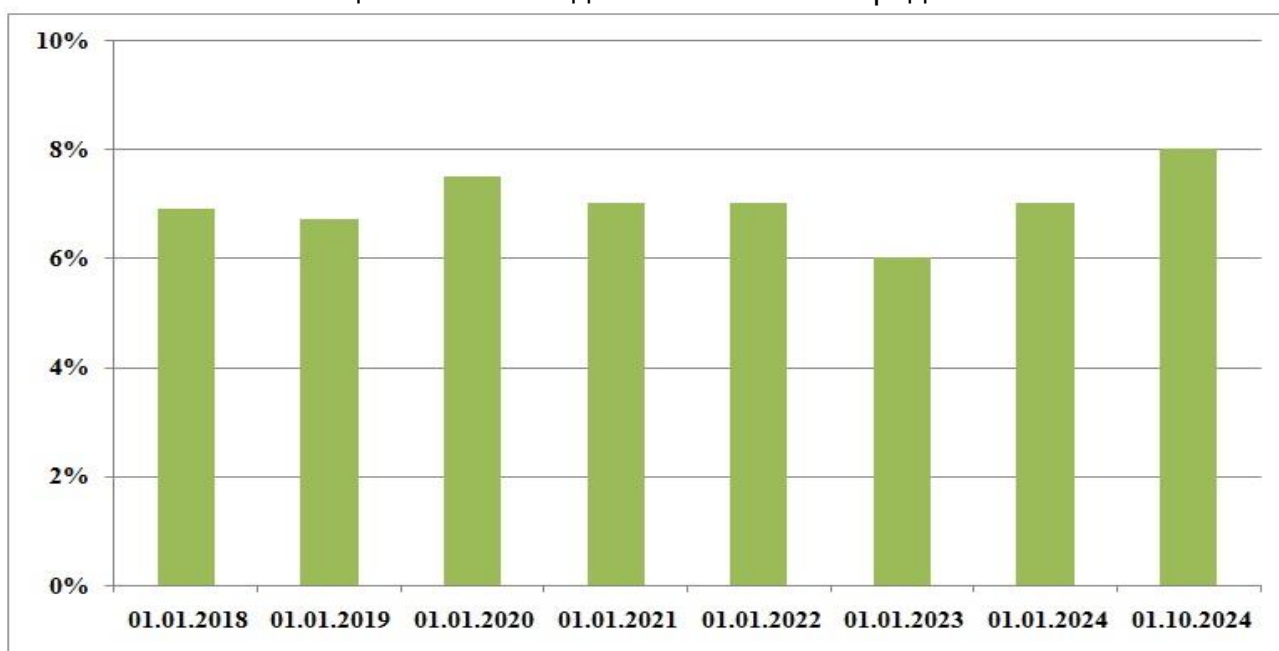
Особенностью российского ипотечного рынка является доминирование льготных программ кредитования, инициированных государством. Значительная доля новых ипотечных сделок в стране приходится на льготные кредитные продукты, которые предоставляются на особых условиях, предлагаемых отдельным социальным группам. Данное обстоятельство не только усложняет процесс их секьюритизации, но и значительно повышают его риски¹⁸.

¹⁶ Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

¹⁷ Report to the Congress on the Effect of Capital Rules on Mortgage Servicing Assets. Washington, D.C. June 2016. P. 22.

¹⁸ Льготные программы ипотечного кредитования нацелены на население с невысокими доходами, недостаточной кредитной историей или социальными привилегиями. При этом кредиты предоставляются на особых условиях, таких как пониженные процентные ставки или увеличенные сроки погашения.

Рис. 8. Доля российских ипотечных кредитов, вовлеченных в секьюритизацию в общем объеме выданных ипотечных кредитов



Источник: данные [АО «ДОМ.РФ»](#).

В 2013 году в России был принят закон¹⁹, который открыл возможности включения новых видов активов в процессе секьюритизации, охватывая права требования по кредитам, займам и другим финансовым обязательствам, включая те, которые будут возникать в будущем.

В результате наметилась тенденция к росту количества многотраншевых сделок, инициированных российскими банками и направленных на секьюритизацию различных категорий активов, включая потребительские кредиты, займы малому и среднему бизнесу, а также иные типы задолженностей²⁰. Российские банки активно осваивают выпуски многоуровневых структурированных финансовых продуктов, основанных на разных типах долгового финансирования, среди которых доминируют розничные потребительские кредиты, финансирования малого и среднего бизнеса, а также прочие виды задолженности.

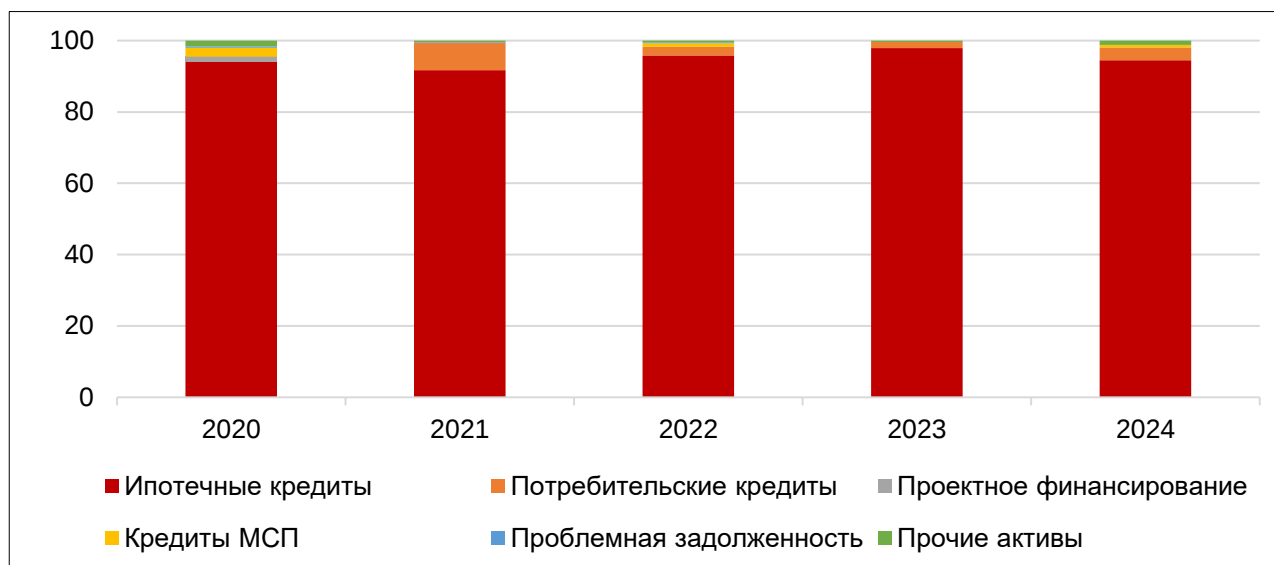
Главным драйвером активности банков в этом сегменте становится высокая доходность портфелей потребительских кредитов, позволяющая эмитентам предлагать привлекательные условия инвесторам при умеренных кредитных рисках. Вместе с тем, инвестиционный спрос на такие инструменты пока ограничивается узкой группой профессиональных участников рынка – крупными банками.

Несмотря на расширение правовых рамок, пока основная масса секьюритизированных ценных бумаг по-прежнему представляет собой традиционные ипотечные ценные бумаги, и подавляющее большинство из них выпускается в форме одностраншевых ипотечных облигаций (рис. 9).

¹⁹ Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ (ред. от 29.12.2015) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

²⁰ Аналитический материал «Обзор финансовых инструментов». Банк России. 2024.

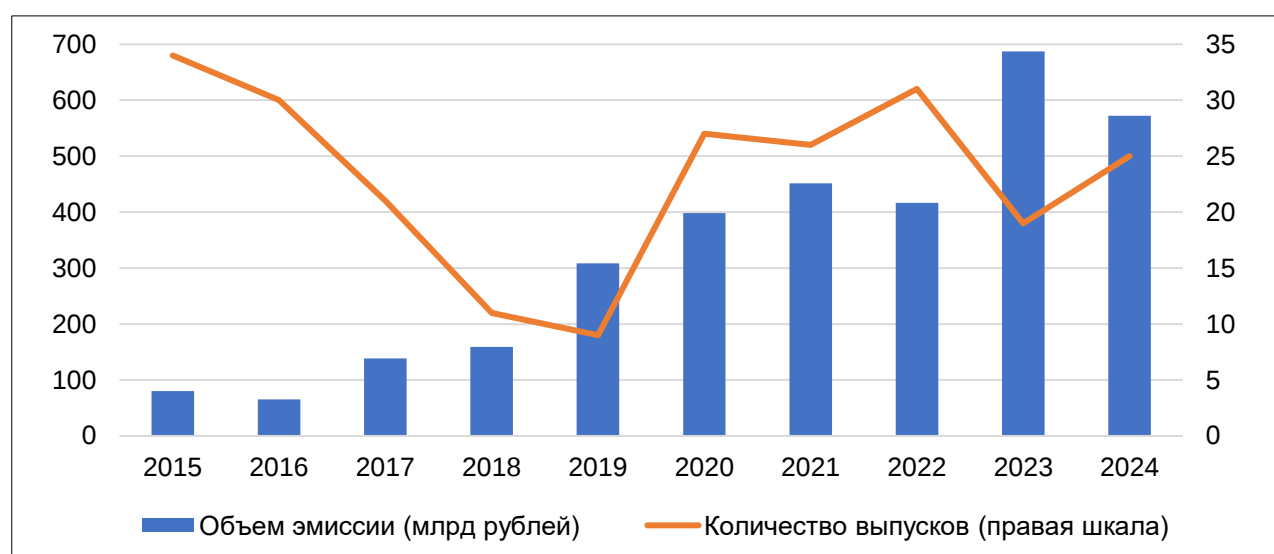
Рис. 9. Структура первичных размещений выпусков секьюритизации по типу активов (%)



Источник: данные сайта Банка России.

Количество российских выпусков секьюритизированных ценных бумаг и объемы эмиссии в настоящее время остаются незначительными, хотя наблюдается положительная динамика постепенного увеличения (рис. 10). Следует подчеркнуть, что основное движение на данном рынке осуществляется крупными отечественными банками, выступающими одновременно и инициаторами выпусков, и основными покупателями собственных облигаций. Такой замкнутый цикл способствует стабилизации внутреннего спроса на секьюритизированные ценные бумаги, но ограничивает потенциал роста объема вторичного обращения.

Рис. 10. Объем эмиссии выпусков секьюритизации (млрд руб.) и количество размещаемых выпусков (ед.)



Источник: данные сайта Банка России.

Анализ полувекового зарубежного опыта секьюритизации по американской модели позволяет с высокой вероятностью предсказать сценарий ее развития и в России. Этот сценарий предполагает не только ожидаемые положительные изменения на отечественном фондовом рынке и повышение доходности банковского сектора, но и усиление некоторых системных рисков.

Первый риск связан с активным наращиванием банками объемов кредитных сделок и операций на фоне ослабления требований к финансовому состоянию заемщиков и их обеспечению. Банки выступают инициаторами секьюритизации, что дает им возможность взамен списываемой с баланса ссудной задолженности получить денежную компенсацию в размере ее остаточной стоимости и части будущих процентных платежей. Достичь аналогичного результата через обычную продажу ссудной задолженности сложно из-за ее низкой ликвидности и высоких издержек реализации. По мере роста спроса на секьюритизированные ценные бумаги увеличиваются и возможности для получения будущих процентных доходов. Чтобы удовлетворить потребность в активах для создания новых пулов, банки смягчают условия кредитования, снижая требования к финансовому состоянию заемщиков и их обеспечению. В экономической литературе этот феномен получил название «только для дистрибуции».

Второй риск заключается в снижении возможностей инвесторов адекватно оценивать риски вложений в ценные бумаги, выпускаемые в рамках секьюритизации. Платежи по ценным бумагам, выпущенным по американской модели секьюритизации, обеспечиваются множеством активов, объединенных в общий пул. Это исключает зависимость выплат инвесторам от финансового положения и платежной дисциплины конкретных заемщиков, обязательства которых входят в пул. Однако, из-за большого количества активов в пуле и ограниченности доступа к информации о них, точно оценить риски секьюритизированных ценных бумаг становится крайне сложно. Информация об обеспечении доступна лишь узкому кругу лиц, которые зачастую не заинтересованы в полном и объективном раскрытии данных. Долгое время основным ориентиром для инвесторов при покупке секьюритизированных ценных бумаг были рейтинги агентств. Однако, как показала практика, и эти оценки не всегда отражали реальные риски.

Оценивать риски еще сложнее, когда речь идет о структурированных ценных бумагах. Их появление связано с исчерпанием платежеспособного спроса на кредиты и последующим сокращением притока новых заемщиков. В такой ситуации начинает развиваться практика выпуска структурированных ценных бумаг на основе пулов ранее секьюритизированных активов и различных производных финансовых инструментов.

Третий риск заключается в утрате надзорными органами контроля над рынком секьюритизированных ценных бумаг и его участниками. Особенность американской модели секьюритизации состоит в применении механизма «действительной продажи» (англ. true sale). Это означает, что активы передаются в пул таким образом, что на них невозможно наложить взыскание в случае банкротства первоначального владельца. С одной стороны, это преимущество секьюритизации, так как источник платежей по ценным бумагам защищен законом от претензий третьих сторон. Для банков это также шанс обойти существующие балансовые ограничения. Передавая кредиты путем «действительной продажи», банки передают и связанные с ними риски, освобождая себя от необходимости учитывать их при расчете нормативов достаточности капитала, ликвидности и максимальных рисков на одного заемщика. Однако, с другой стороны, механизм «действительной продажи» создает предпосылки для вовлечения

в выпуск ценных бумаг низкокачественных активов. Поскольку банки не несут ответственности за переданные в пул активы, это открывает возможность использовать «действительную продажу» для избавления от проблемной задолженности. По мере сокращения временных интервалов между выдачей кредитов и их продаж, уменьшаются и возможности надзорных органов по оценке качества кредитных решений, принятых банками.

Кроме того, сама секьюритизация по американской модели подвержена ряду рисков, среди которых одним из самых значимых является процентный риск. Колебания рыночных процентных ставок могут увеличить вероятность нарушения графика выплат по ценным бумагам, связанным с привлеченной ссудной задолженностью. Из-за изменений процентных ставок заемщики могут рефинансировать свои долги, досрочно выполняя обязательства перед банком, либо, наоборот, прекратить выплаты по кредитам из-за возросшего объема платежей. В обоих случаях обязательства таких заемщиков должны быть исключены из общего пула активов. В итоге средств от оставшихся активов может оказаться недостаточно для своевременных и полных выплат всем держателям ценных бумаг. Хотя в процессе секьюритизации применяются различные меры защиты инвесторов, они смогут защитить лишь небольшое количество инвесторов, если нарушения графика платежей становятся массовыми.

4. Условия успешного внедрения международного опыта секьюритизации в России

Исследование выявило, что распространение в стране практики секьюритизации по американской модели в долгосрочной перспективе связано с рядом угроз для российского финансового сектора.

В последние годы в зарубежных официальных документах, экономической литературе и научных исследованиях стала популярной идея о том, что уменьшение негативных последствий секьюритизации по американской модели потребует отказа от сложных структурированных продуктов, усиления государственного регулирования данного рынка и повышения прозрачности информации о выпускаемых ценных бумагах²¹.

Указанные угрозы являются неотъемлемой характеристикой секьюритизации по американской модели, и, следовательно, без фундаментальной ревизии самого процесса секьюритизации любые усилия по снижению этих рисков, по мнению автора исследования, будут иметь ограниченную эффективность.

Обеспечить безопасность развития секьюритизации по американской модели для экономики страны можно, изменив в первую очередь подход к формированию пулов активов, которые служат источником платежей по выпускаемым ценным бумагам. Первостепенно важно передать полномочия по принятию решений о рефинансировании кредита от кредитора к независимому субъекту. Выполнение этой инициативы поможет предотвратить использование секьюритизации для монетизации будущих процентных доходов и очистки балансов от проблемных долгов. Также это усилит ответственность банков за качество их кредитных решений.

Но даже высококачественные активы подвержены процентному риску, что может отрицательно повлиять на своевременность и полноту выплат по секьюритизированным ценным бумагам. Снизить воздействие процентного риска на выплаты по таким бумагам позволит создание отдельного резервного фонда для каждой эмиссии. Средства для формирования фонда будут поступать из так называемого «избыточного спреда» – разницы между ставками по активам, включенным в пул, и затратами на обслуживание выпускаемых ценных бумаг.

Другое предложение заключается в предоставлении участникам рынка актуальной и достоверной информации об активах, задействованных в секьюритизации. Для этого предлагается создать централизованный государственный реестр активов, выступающих в роли источника платежей по выпускаемым ценным бумагам. Надзорным и регулирующим органам будет доступен полный объем информации из этого реестра, тогда как остальные пользователи получают частичный доступ в анонимной форме, чтобы сохранить конфиденциальность коммерческой информации. Эта мера также сократит отчетную нагрузку на участников рынка.

²¹ Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2017 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC and 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012/ // Official Journal of the European Union. 2017. L347 Pp. 35–80.

Табл. 3. Особенности процесса секьюритизации: назначение, риски и методы их контроля

Особенность секьюритизации	Назначение особенности	Риск, связанный с особенностью	Методы контроля рисков, связанных с особенностью
В выпуск ценных бумаг вовлекаются активы, генерирующие денежный поток	Поступления от активов используются для осуществления выплат держателям ценных бумаг	Колебания рыночных процентных ставок увеличивают риск прекращения поступлений от активов, генерирующих денежный поток, вследствие досрочных погашений обязательств или дефолтов	Формирование резервного фонда из «избыточного спреда» для покрытия убытков от активов при колебаниях рыночных процентных ставок
Активы, используемые при выпуске ценных бумаг, объединяются в пул	Избежать нарушений в графике выплат по ценным бумагам в случае остановки поступлений от отдельных активов	Объемный пул активов и ограниченный доступ к информации для внешних участников способствуют сокрытию их реальной ценности	Формирование централизованного государственного реестра активов, применяемых в качестве источника платежей по выпускаемым ценным бумагам
Инициатор передает свои активы в пул посредством «реальной продажи»	Обеспечить неприкосновенность активов, составляющих пул, от взыскания третьими лицами в случае банкротства их исходного владельца (инициатора)	Возможность быстрого освобождения от выданных активов ведет к ослаблению критериев оценки кредитоспособности	Делегирование права на принятие решений о рефинансировании кредита от изначального кредитора к независимой стороне

Источник: данные автора.

Список литературы

1. Аналитика. Архив (no date). Available at: URL: <https://дом.пф/analytics/archive/?section=874>.
2. Обзор финансовых инструментов. Аналитический материал. Банк России. 2024. Available at: URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55196/review_2024.pdf.
3. Перегрузка рынка неипотечной секьюритизации. Совместный доклад Саморегулируемой организации «Национальная финансовая ассоциация» и Ассоциации банков России. Декабрь 2021. Available at: URL: https://nfa.ru/upload/iblock/c1e/Dokladsekyuritizatsiya_finn.pdf.
4. Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации. Доклад для общественных консультаций. 2022. Available at: https://cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf.
5. Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях. Документ для общественного обсуждения. 2022. Available at: URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/139354/financial_market_20220804.pdf.
6. Allan Sloan. What will they think of next? (security made up of unsecured loans) // Forbes. May 19, 1986. V. 137. P. 32(2).
7. Carol Davenport. Ways to secure an advantage (the usage of securitized receivables by banks) // Euromoney. May 1987. P. 75(6).
8. David I. Meiselman A. Primer on Securitization (book reviews) // Business Economics. Jan. 1997. V. 32. No. 1. P. 71(2).
9. John H. Langbein. The secret life of the trust: the trust as an instrument of commerce. // Yale Law Journal. Oct 1997. V. 107. No. 1. Pp. 165–189.
10. Marshall Tom. Back to basics: Pfandbrief issuers are increasingly abandoning jumbos in favour of more traditional smaller issues taken to market as strategic need demands. (Pfandbriefe) // Euromoney. 34.408. April 2003. 118(5).
11. Mike McNamee Your Mortgage Was His Bond (mortgage banker Lewis S. Ranieri) (Biography) // Business Week. Nov. 29, 2004. No. 3910. P. 18.
12. Moorad Choudhry; Frank J. Fabozzi. Originating collateralized debt obligations for balance sheet management. // Journal of Structured and Project Finance. Fall 2003. V 9. 13. P. 32(21).
13. Andres Almazan, Alfredo Martín-Oliver and Jesús Saurina Securitization and banks' capital structure. 2015. Documentos de Trabajo. No. 1506. Available at: URL: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/15/Fich/dt1506e.pdf>.
14. Global structured finance, 2023 outlook. Available at: URL: <https://www.acuitykp.com/market-guide/global-structured-finance-2024-outlook/>.
15. Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2017 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC and 2011/61/EU and Regulations (EC)

No 1060/2009 and (EU) No 648/2012/ // Official Journal of the European Union. 2017. L347. Pp. 35–80. Available at: URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2402>.

16. Report to the Congress on the Effect of Capital Rules on Mortgage Servicing Assets. Washington, D.C. June 2016. Available at: URL: <https://www.federalreserve.gov/publications/other-reports/files/effect-capital-rules-mortgage-servicing-assets-201606.pdf>.