

Виталий Гурьев



СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИИ

Виталий Гурьев

Секьюритизация облигации

<https://litres.ru/74186507>

SelfPub; 2026

Аннотация

Не знаете, что значит секьюритизация? Эта книга объяснит это простыми словами. Мы разберем, как работают облигации секьюритизации в России и почему они доступны даже при скромных ежемесячных вложениях. Вы узнаете, как из пулов долгов, таких как ипотечные кредиты или автозаймы, рождаются надежные финансовые инструменты и почему эти инструменты часто безопаснее обычных корпоративных бумаг, равны по надежности ОФЗ, а по доходности превышают их. Мы подробно изучим виды секьюритизации и разберем, что такое СФО секьюритизация и чем она отличается от банковских схем. Главная цель книги — помочь вам собрать сбалансированный портфель, который будет приносить предсказуемый доход и защищать капитал от макроэкономических шоков. Эта книга объяснит всё простыми словами и даст инструкцию для уверенного старта на рынке. Книга не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Откройте для себя мир секьюритизации!

Содержание

Глава 1 Анатомия секьюритизации: как из «долговой каши» делают ценные бумаги	4
Глава 2 Секьюритизация против классических корпоративных облигаций	76
Конец ознакомительного фрагмента.	141

Виталий Гурьев

Секьюритизация облигации

Глава 1 Анатомия секьюритизации: как из «долговой каши» делают ценные бумаги

Финансовый мир часто кажется обычному человеку огромным, непроницаемым лабиринтом, где за каждым углом скрываются сложные термины, хитрые схемы и невидимые рычаги, которыми управляют те, кто обладает миллиардами. Когда мы, рядовые инвесторы, открываем брокерское приложение или заходим на финансовый портал, чтобы пристроить свои кровно заработанные сбережения, мы часто сталкиваемся с аббревиатурами и названиями инструментов, которые звучат как заклинания из древних гримуаров. Одним из таких «заклинаний», вызывающим наибольшее недоумение и осторожность, является **секьюритизация**.

Слово тяжеловесное, иностранное, пугающее своей сложностью. Кажется, что это удел исключительно крупных корпораций, государственных монополий и финансовых магнатов. На самом деле за этим сложным термином скрывается

один из самых элегантных, логичных и, при правильном подходе, безопасных механизмов в современной экономике. Более того, именно секьюритизация в условиях российской реальности середины 2020-х годов становится тем самым мостом, который позволяет обычному человеку не просто сохранить деньги от инфляции, но и получить доступ к тем денежным потокам, которые раньше были закрыты за семью печатями в сейфах крупнейших банков.

Чтобы перестать бояться этого инструмента и начать использовать его для построения стабильного денежного потока, нам нужно разобрать его на винтики. Мы заглянем под капот финансовой машины и поймем, как она работает. Мы сделаем это без спешки, шаг за шагом, используя понятные образы, исторические примеры и логику, которая доступна каждому, кто хоть раз в жизни задумывался о том, как устроены деньги и время.

Простая аналогия: как нарезать один большой пирог на равные и понятные кусочки

Представьте себе небольшую, но процветающую деревню. В этой деревне живет пекарь, который печет невероятно вкусные, огромные, сытные пироги. Его пироги — это легенда округи. Люди готовы ехать за ними за тридевять земель. Но есть одна проблема: каждый пирог стоит баснословных денег, потому что на его приготовление уходят редкие ин-

гредииенты, а сам процесс выпекания занимает много времени и требует огромных затрат труда.

Жители деревни любят пироги пекаря, но у каждого из них есть лишь небольшая сумма денег. У кого-то есть тысяча рублей, у кого-то — три, у кого-то — десять. Никто из них не может купить целый пирог целиком. Более того, даже если бы у кого-то нашлась нужная сумма, покупка целого пирога была бы рискованным предприятием. А вдруг пирог упадет по дороге домой? А вдруг он окажется несвежим? А вдруг пекарь в следующий раз положит слишком много соли? Риск покупки целого, огромного, неделимого пирога слишком велик для обычного человека.

И тогда пекарь, будучи не только талантливым кулинаром, но и смекалистым торговцем, придумывает гениальное решение. Он берет свой огромный пирог и разрезает его на множество маленьких, аккуратных, одинаковых кусочков. Каждый кусочек он заворачивает в пергаментную бумагу, на которой пишет: «Этот кусочек дает право на часть вкуса, аромата и питательной ценности большого пирога».

Теперь ситуация меняется кардинально. Житель деревни, у которого есть всего тысяча рублей, может купить один кусочек. Тот, у кого есть три тысячи, покупает три кусочка. Риск того, что один кусочек окажется неудачным, ничтожно мал, потому что пекарь режет пирог так, чтобы начинка распределялась равномерно. Если в одном уголке пирога было чуть больше сахара, то в другом его будет чуть меньше, но в

среднем каждый кусочек будет идеальным. Пекарь доволен: он продал весь пирог и получил деньги сразу, чтобы купить муку и ягоды для следующего. Жители довольны: они получили доступ к роскошному пирогу, который раньше был им не по карману, и их риски минимизированы.

Эта деревенская история — не просто сказка на ночь. Это точная, до последнего винтика, модель того, что в мире больших финансов называется секьюритизацией.

Давайте перенесем эту аналогию на язык денег. Огромный пирог — это кредитный портфель банка. Представьте себе крупный российский банк, который выдал сто тысяч ипотечных кредитов, или двести тысяч автокредитов, или миллион потребительских кредитов. Каждый такой кредит — это, по сути, обещание заемщика возвращать деньги с процентами в течение нескольких лет. Для банка эти обещания являются активами, они приносят ему доход. Но эти обещания «заморожены» во времени. Банк отдал деньги сегодня, а получит их обратно частями в течение десяти, пятнадцати или двадцати лет.

Как и в случае с целым пирогом, у обычного инвестора нет возможности и желания покупать целые кредитные портфели. Во-первых, это стоит миллиарды рублей. Во-вторых, это колоссальный риск: если один заемщик перестанет платить по ипотеке, человек, купивший этот конкретный кредит, потеряет часть своих средств.

Здесь на сцену выходит финансовый «пекарь» — банк или

специализированная структура. Они берут этот огромный, сложный, состоящий из сотен тысяч разных судебных, доходов и расходов кредитный портфель и «нарезают» его на маленькие, понятные кусочки. Эти кусочки упаковываются в ценные бумаги — облигации.

Каждая такая облигация — это и есть тот самый кусочек пирога. Покупая одну облигацию с номиналом в тысячу или десять тысяч рублей, вы, сами того не осознавая, становитесь совладельцем крошечной частицы огромного пула кредитов. Вы не знаете имен всех этих ста тысяч заемщиков. Вам и не нужно их знать. Суть секьюритизации в том, чтобы заменить вам знание каждого отдельного заемщика на понимание статистики.

Вступает в силу великий **закон больших чисел**. Если вы даете в долг одному человеку, вы сильно рискуете: он может заболеть, потерять работу, уехать. Риск дефолта (невозврата долга) может составлять десятки процентов. Но если вы даете в долг ста тысячам человек, статистика становится вашим лучшим другом. Мы точно знаем, что в любой популяции из ста тысяч человек определенный, заранее просчитанный процент столкнется с финансовыми трудностями. Этот процент закладывается в цену «пирога» с самого начала.

Таким образом, секьюритизация решает главную проблему инвестора: проблему доступа и проблему диверсификации. Вы получаете доступ к тем денежным потокам, которые генерирует реальная экономика — ипотека, покупки

в магазинах, кредиты на автомобили. Вы получаете мгновенную, математически выверенную диверсификацию. Ваш риск размывается на десятки тысяч заемщиков по всей стране. Дефолт одного, десяти или даже тысячи заемщиков не заметен для огромного пула, и ваш «кусочек пирога» продолжит приносить вам стабильный денежный поток, как если бы ничего не случилось.

Именно так из «долговой каши», в которой новичку сложно разобраться, делают прозрачные, понятные и доступные ценные бумаги. Секьюритизация демократизирует доступ к корпоративным и государственным денежным потокам, позволяя человеку с любым капиталом участвовать в финансировании экономики наравне с гигантами.

Исторический экскурс: почему банки придумали продавать свои долги населению

Чтобы по-настоящему понять суть любого финансового инструмента, нужно посмотреть, какие боли и проблемы он был призван решить. Ничто в мире денег не возникает на пустом месте из любви к сложным схемам. За каждым изобретением стоит реальная потребность, острый дефицит ресурсов и необходимость выживания. Секьюритизация не стала исключением. Ее история — это захватывающий детектив о том, как банкиры искали способ обмануть время и пространство.

Все началось в США в конце 1960-х и начале 1970-х годов. В то время американская экономика переживала бум. Люди массово переезжали в пригороды, рождаемость росла, и каждому нужна была собственная крыша над головой. Спрос на ипотеку был колоссальным. Сберегательные кассы и небольшие банки, которые традиционно занимались выдачей ипотечных кредитов, работали на пределе своих возможностей.

Но у них возникла фундаментальная проблема, знакомая любому банкиру: проблема нехватки денег. Схема была простой, но тупиковой. Банк брал деньги у вкладчиков (депозиты) и выдавал их в виде ипотеки на 20-30 лет. Проблема заключалась в том, что вкладчики могли забрать свои деньги в любой момент, а деньги, выданные в ипотеку, были «заперты» на десятилетия. Банки физически не могли успевать собирать деньги с вкладчиков, чтобы выдавать новые кредиты всем желающим. Очередь из потенциальных покупателей домов росла, а кассы банков пустели. Деньги заканчивались быстрее, чем успевали возвращаться старые долги.

Именно тогда в инвестиционном банке Salomon Brothers появился гениальный трейдер по имени Льюис Раньери. Ему приписывают титул «отца секьюритизации». Раньери посмотрел на горы ипотечных договоров, лежащих в сейфах банков, и задал простой вопрос: «Почему эти бумажки просто пылятся здесь? Это же обещания людей отдавать деньги каждый месяц. Это же сами деньги, только растянутые во

времени. Почему бы нам не продать эти обещания тем, у кого есть свободные деньги прямо сейчас?»

Так появились первые ипотечные ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (MBS — Mortgage-Backed Securities). Механизм был революционным. Банки собирали тысячи ипотечных договоров в один большой «пул» и продавали право на получение платежей по этим договорам специальной компании. Эта компания, в свою очередь, выпускала облигации и продавала их крупным инвесторам: пенсионным фондам, страховым компаниям.

Инвесторы были в восторге. Они получали инструмент, который приносил регулярный денежный поток (как облигация), но при этом был обеспечен не просто словом корпорации, а реальными, осязаемыми платежами тысяч американцев, которые каждый месяц исправно платили за свои дома. Банки были счастливы еще больше: они мгновенно получали обратно все деньги, которые выдали в ипотеку, и могли тут же выдать новые кредиты, заработав на комиссиях. Круг замкнулся, и экономика получила мощнейший стимул.

Идея оказалась настолько заразной и эффективной, что быстро вышла за пределы ипотеки. В 1980-х годах банки поняли, что таким же образом можно «нарезать» и продавать любые долги, если по ним есть предсказуемый график платежей. Появились облигации, обеспеченные автокредитами, затем — платежами по кредитным картам, затем — лизинговыми платежами за оборудование, и даже — будущими ро-

ялти от продажи музыкальных альбомов! Секьюритизация стала главным двигателем финансовой глобализации.

Но у этой медали была и темная сторона. В погоне за прибылью банкиры начали ослаблять требования к заемщикам. Зачем проверять доходы человека, выдавая ему ипотеку, если ты все равно продашь этот долг через неделю и переложить риск на кого-то другого? Эта жадность и слепота привели к кризису 2008 года, когда «пирог» оказались испечены из гнилых ингредиентов (так называемые субпрайм-ипотеки). Мир содрогнулся, и слово «секьюритизация» на долгие годы стало ругательством.

Однако важно понять одну вещь: кризис 2008 года убил не саму идею секьюритизации, а ее извращенную, жадную форму. После кризиса регуляторы по всему миру, включая Центральный банк России, выстроили жесточайшие правила игры. Теперь каждый «кусочек пирога» должен быть прозрачным. Инвесторы и рейтинговые агентства должны точно знать, из каких кредитов состоит пул, какова история платежей каждого заемщика и какие риски там заложены.

В Россию секьюритизация пришла в начале 2000-х годов. Страна остро нуждалась в длинных деньгах для строительства жилья. Государство создало Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК, ныне ДОМ.РФ), которое стало главным «пекарем» на этом рынке, выкупая у банков ипотечные портфели и выпуская под них облигации с государственным участием. Это позволило запустить массо-

вую ипотеку в стране.

К 2026 году российский рынок секьюритизации проделал колоссальный путь. Мы ушли от узкого ипотечного рынка. Сегодня в России секьюритизируются потребительские кредиты, автокредиты, займы малому и среднему бизнесу, факторинговые операции, и даже будущая выручка крупных инфраструктурных проектов. Российские банки научились использовать этот инструмент виртуозно. В условиях высокой волатильности и структурной трансформации экономики, секьюритизация стала не просто способом заработка, а вопросом выживания и поддержания кредитования реального сектора.

Для нас, частных инвесторов, эта история важна по одной простой причине: мы покупаем не «кота в мешке» из лихих 90-х или жадных 2000-х. Мы покупаем продукт, прошедший горнило жесточайших кризисов, отшлифованный Центральным Банком и адаптированный к суровым российским реалиям. Это зрелый, понятный и, при должной осторожности, надежный инструмент.

Суть явления: превращение будущих денежных потоков в сегодняшние деньги

Чтобы окончательно снять завесу тайны с секьюритизации, нам нужно поговорить о самом фундаментальном законе финансов: о стоимости денег во времени. Этот закон гла-

сит, что сто рублей сегодня стоят дороже, чем сто рублей завтра.

Почему?

Потому что инфляция съедает покупательную способность, потому что деньги сегодня можно инвестировать и получить доход, и потому что завтра может случиться апокалипсис, и деньги просто не понадобятся.

Любой кредит — это сделка со временем. Когда банк выдает вам потребительский кредит на три года, он фактически покупает ваше обещание отдавать ему деньги в будущем. Для банка это означает, что его собственные средства «заморожены» на три года. Он не может использовать их для выдачи новых кредитов, для развития бизнеса, для выплаты дивидендов акционерам. Время работает против банка, ограничивая его возможности.

Секьюритизация — это, по своей сути, машина времени для денег. Это финансовый телепорт, который позволяет перенести будущие денежные потоки в настоящее.

Давайте разберем этот процесс на молекулы. Представьте себе типичного заемщика, назовем его Иван. Иван берет в банке автокредит на сумму 1 миллион рублей на 5 лет. Он обязуется возвращать деньги ежемесячно, с процентами. В общей сложности за 5 лет Иван вернет банку, скажем, 1 миллион 400 тысяч рублей. Эти 400 тысяч рублей — это цена, которую Иван платит за то, что банк дал ему деньги сегодня, а не через пять лет.

С точки зрения бухгалтерии банка, этот кредит Ивана — актив. Он приносит доход. Но с точки зрения ликвидности (наличности), это дыра в бюджете. Банк отдал миллион рублей из своего резерва. Чтобы выдать кредит следующему клиенту, Петру, банку нужно найти еще миллион рублей. Он может взять их у вкладчиков, но за вклады нужно платить проценты, и вкладчики могут забрать деньги в любой момент. Он может занять на межбанковском рынке, но ставки там могут быть заоблачными.

И тут банк решает использовать секьюритизацию. Он берет кредит Ивана (и еще десять тысяч таких же кредитов) и передает их в специальную структуру — общество с ограниченной ответственностью, созданное исключительно для этой сделки (так называемое СФО — специализированное финансовое общество).

Банк продает этот пул кредитов специальному обществу. Но откуда у специального общества деньги на покупку? Оно выпускает облигации и продает их нам с вами, рядовым инвесторам.

В этот момент происходит магия превращения будущего в настоящее. Мы с вами, покупая облигации, отдаем свои сегодняшние деньги. Эти деньги через специальное общество попадают в банк. Банк получает свои миллионы рублей обратно прямо сейчас, в день сделки. Он снова полон сил и может выдавать новые кредиты.

А что же происходит с будущими платежами Ивана? Иван

даже не замечает никаких изменений. Он продолжает каждый месяц переводить деньги на свой счет в банке, как и раньше. Банк выступает в роли «обслуживающего» кредиты: он собирает деньги, проверяет их поступление, работает с задолженностями. Но сами деньги, которые платит Иван, больше не остаются в банке. Они транзитом проходят через него и направляются в специальное общество, а оттуда — нам, инвесторам, в виде купонов по нашим облигациям.

Так работает эта удивительная машина. Мы, инвесторы, добровольно соглашаемся подождать. Мы покупаем «будущее» Ивана, потому что хотим получить за это ожидание вознаграждение. Это вознаграждение выражается в купонном доходе по облигациям.

Здесь кроется ответ на главный вопрос любого инвестора: «Откуда берется доходность?».

Доходность по секьюритизированным облигациям — это не абстрактная цифра, придуманная аналитиками. Это реальные деньги, которые миллионы таких же, как Иван, ежемесячно отчисляют из своих зарплат, оплачивая свои ипотеки, автомобили и покупки. Вы, как инвестор, становитесь бенефициаром этого гигантского, непрерывного денежного водопада.

Этот водопад имеет четкую структуру, которая в финансах называется «каскад» или «водопад платежей». Когда заемщики платят по своим кредитам, деньги не просто сваливаются в одну кучу. Сначала из этого потока оплачивают-

ся налоги и расходы на обслуживание сделки (зарплата юристам, аудиторам, рейтинговым агентствам). Затем выплачиваются проценты держателям облигаций. Затем погашается основной долг по облигациям. И только то, что остается в самом низу этого водопада (если что-то остается), забирает себе банк-оригинатор или инвесторы субординированных траншей.

Понимание этой сути — превращения размазанных во времени обязательств в концентрированный сегодняшний капитал — меняет отношение к инструменту. Вы перестаете видеть в облигациях просто «бумажки с процентами». Вы начинаете видеть за ними реальные экономические отношения. Вы видите, как ваши сбережения помогают экономике вращаться быстрее, как они дают возможность Ивану купить машину, Петру — построить дом, а заводу — купить новое оборудование. И за эту услугу, за это ускорение времени, экономика щедро платит вам регулярным денежным потоком.

Отличие «права требования» от «права собственности» на актив

Один из самых частых страхов и заблуждений новичка, который впервые сталкивается с секьюритизацией, кроется в неправильном понимании того, чем именно он владеет, покупая такую облигацию. Здесь нам придется немного углу-

биться в юридические тонкости, но мы сделаем это максимально просто и наглядно, потому что понимание этого различия — ключ к осознанию безопасности (или небезопасности) ваших инвестиций.

Представьте, что вы покупаете облигацию, обеспеченную ипотечными кредитами. Логика подсказывает вам: «Раз эта облигация обеспечена ипотекой, а ипотека — это квартиры, значит, я теперь владею кусочком этих квартир! Я совладелец миллионов квадратных метров недвижимости по всей России!».

Это опасная иллюзия. И чтобы ее развеять, нужно провести четкую, непробиваемую границу между двумя юридическими концепциями: «правом собственности на актив» и «правом требования денежного потока от актива».

Когда вы покупаете физический актив, например, долю в квартире, или покупаете золото в слитках, или покупаете акции конкретной компании, вы становитесь собственником. Вы имеете право владеть, пользоваться и распоряжаться этим объектом. Если компания банкротится, вы как акционер имеете право на часть ее имущества (хоть и в последнюю очередь). Если вы владеете долей квартиры, вы можете ее продать, сдать или выселить оттуда неугодных соседей.

Но когда вы покупаете секьюритизированную облигацию, вы не покупаете ни квартиры, ни автомобили, ни оборудование, которые числятся в залоге по кредитам. Вы покупаете исключительно «право требования».

Что это значит? Это значит, что вы покупаете контракт, по которому специальная структура (то самое специализированное общество) обязуется передавать вам денежные средства, которые поступают от заемщиков. Вы владеете не кирпичами и цементом квартир, и не металлом автомобилей. Вы владеете правом на получение денег, которые генерируются этими активами.

Почему это сделано именно так? Почему нельзя просто продать инвесторам права собственности на сами квартиры или машины? Ответ кроется в необходимости защитить инвестора от самых черных сценариев, связанных с банком-оригинатором.

Представьте, что банк, который выдал эти ипотеки, вдруг столкнулся с огромными проблемами и обанкротился. Если бы инвесторы купили просто «права требования» к банку, они бы встали в огромную очередь кредиторов этого банка-банкрота. Их деньги могли бы быть заморожены на годы в арбитражных процессах, а то и вовсе потеряны, если активов банка не хватит на всех.

Чтобы этого не произошло, в сделке секьюритизации используется гениальный юридический щит — отдалённость от банкротства (*bankruptcy remoteness*).

Схема работает следующим образом. Банк продает кредиты не напрямую инвесторам, а специально созданному обществу (СФО). Это общество — «пустышка» в хорошем смысле. У него нет сотрудников, нет офисов, нет других долгов.

Его единственная цель — владеть этим пулом кредитов и выпускать под них облигации.

Как только кредиты проданы СФО, они юридически перестают принадлежать банку. Если завтра банк обанкротится, конкурсные управляющие не смогут забрать эти кредиты в конкурсную массу банка. Эти кредиты теперь принадлежат СФО, а значит, и инвесторам, купившим облигации СФО. Денежный поток от тысяч заемщиков продолжает течь в СФО и выплачиваться инвесторам несмотря на то, что банк-оригинатор лежит в руинах.

Именно поэтому мы говорим о «праве требования». Вы требуете деньги не с банка (хотя банк может выступать гарантом или покупателем рисков в некоторых сделках), вы требуете деньги с СФО, которое обеспечено исключительно денежными потоками от пула кредитов.

Это фундаментальное отличие меняет профиль риска. Риск того, что заемщики перестанут платить по кредитам (кредитный риск), остается. Но риск того, что банк-оригинатор обанкротится и «унесет» ваши деньги с собой (институциональный риск), практически полностью исключается благодаря этой юридической конструкции.

Для рядового инвестора это означает высочайший уровень прозрачности и защищенности. Вы точно знаете, что обеспечивает ваши выплаты: это не абстрактные «активы компании», которые могут оказаться списанным хламом или виртуальными патентами. Это конкретные, проверен-

ные Центральным Банком и рейтинговыми агентствами графики платежей по реальным кредитам. Вы владеете правом на этот денежный поток, и это право защищено законом и структурой сделки от любых потрясений в банковской системе.

Понимание этой разницы между «владением вещью» и «владением денежным потоком» освобождает от иллюзий, но одновременно дарит уверенность. Вам не нужно переживать, что вам придется ехать в какой-нибудь отдаленный регион, чтобы вступить в права владения долей однокомнатной квартиры, потому что заемщик не заплатил купон. Вам не нужно заниматься недвижимостью, продавать ее, судиться с жильцами. Ваша задача как инвестора проста и элегантна: вы владеете финансовым инструментом, который автоматически конвертирует дисциплинированность тысяч заемщиков в ваш регулярный доход. Вся грязная работа по взысканию, учету и управлению активами остается на плечах банка-сервисера и специального общества, а вам достается чистый, отфильтрованный денежный результат.

Зачем это нужно государству и банковской системе России

Чтобы окончательно влюбить вас в этот инструмент, нам нужно посмотреть на него не только с точки зрения отдельного инвестора или банка, но и с высоты птичьего полета —

с точки зрения макроэкономики страны. Почему в условиях сложной геополитической обстановки, структурной перестройки экономики и жесткой денежно-кредитной политики Центрального Банка, секьюритизация стала не просто модным словом, а критически важным элементом финансовой архитектуры России?

Ответ кроется в вечном конфликте между двумя целями: необходимостью поддерживать экономический рост и необходимостью бороться с инфляцией.

В середине 2020-х годов Россия живет в реальности высоких процентных ставок. Ключевая ставка Центрального Банка находится на уровнях, которые заставляют кредитные организации сильно затягивать пояса. Высокая ставка означает, что деньги для банков стоят очень дорого. Чтобы привлечь вкладчиков, банкам приходится предлагать заоблачные проценты по депозитам. А чтобы не работать в убыток, они вынуждены закладывать эти высокие расходы в ставки по кредитам для бизнеса и населения.

Но здесь возникает парадокс. Если банки выдадут слишком много дорогих кредитов, экономика перегреется, инфляция разгонится еще сильнее, и ЦБ придется повышать ставку до небес. Если же банки перестанут кредитовать экономику, начнется спад, предприятия закроются, люди потеряют работу, и мы получим рецессию. Центральный Банк вынужден ходить по лезвию ножа, балансируя между этими двумя опасностями.

В этих условиях традиционные источники финансирования для банков иссякают или становятся неподъемно дорогими. Депозиты населения дороги и нестабильны. Межбанковские кредиты — короткие и волатильные. Выпуск классических корпоративных облигаций для банков тоже связан с высокими затратами и нагрузкой на капитал.

И тут на сцену выходит секьюритизация как идеальный макроэкономический смазочный материал.

Во-первых, секьюритизация позволяет банкам разгружать их балансы от необходимости резервировать капитал. Согласно строгим нормативам Базельского комитета и указаниям Банка России, каждый выданный кредит «съедает» часть собственного капитала банка. Банк не может выдать кредитов больше, чем позволяет его капитал. Когда банк секьюритизирует портфель (то есть продает его), эти кредиты уходят с его баланса. Капитал, который был «заморожен» под этими кредитами, освобождается. Банк может использовать этот освобожденный капитал для выдачи новых кредитов в приоритетные отрасли, не увеличивая при этом свои риски и не нарушая нормативы. Это позволяет поддерживать кредитование экономики даже в условиях жесткой денежной политики.

Во-вторых, секьюритизация привлекает в банковскую систему деньги, которые иначе бы туда не попали. На рынке огромное количество институциональных инвесторов: пенсионные фонды, страховые компании, крупные корпорации

с свободной ликвидностью. Им нужны надежные, предсказуемые инструменты с понятным профилем риска. Классические банковские облигации несут в себе риск конкретного банка (если банк упадет, упадут и его облигации). А вот секьюритизированные облигации, особенно те, которые имеют высокий кредитный рейтинг благодаря механизму банкротной удаленности и внутреннему кредитному усилению (о котором мы еще поговорим), становятся для них идеальным местом парковки денег. Таким образом, деньги из небанковских секторов перетекают в банковскую систему, удешевляя для банков ресурсную базу.

В-третьих, для государства секьюритизация — это тонкий, хирургический инструмент управления экономикой, не требующий прямого бюджетного финансирования. В 2026 году перед страной стоят масштабные задачи: развитие инфраструктуры, поддержка IT-сектора, обеспечение жильем молодых семей, развитие Дальнего Востока и новых регионов. Государству нужно, чтобы деньги текли в эти сферы. Но прямая раздача субсидий или печать денег разгонят инфляцию.

Вместо этого государство использует секьюритизацию. Например, ДОМ.РФ выкупает у банков портфели льготных ипотек (семейная, IT-ипотека, дальневосточная). Банки получают обратно деньги и могут выдавать новые льготные кредиты. Государство при этом не тратит деньги из бюджета напрямую, а использует рыночные механизмы, привлекая

средства частных инвесторов для финансирования государственных приоритетов. Инвесторы получают надежный инструмент с понятной доходностью, банки — ликвидность и капитал, заемщики — доступное жилье, а государство — достижение национальных целей без инфляционного шока.

Более того, в условиях 2026 года, когда доступ к внешним капиталам ограничен, секьюритизация стала главным инструментом мобилизации внутренних сбережений. Она позволяет превратить разрозненные, «ленивые» деньги на депозитах в активный инвестиционный ресурс, работающий на развитие страны.

Для нас, частных инвесторов, понимание этого макроконтекста критически важно. Оно показывает, что секьюритизация — это не какая-то маргинальная периферия финансового рынка, куда банки сбрасывают свои плохие долги. Напротив, это магистральное направление, которое находится под пристальным вниманием и жестким контролем Центрального Банка и Министерства Финансов. Государству жизненно необходимо, чтобы этот рынок работал как часы. Поэтому вы можете быть уверены: правила игры будут прозрачными, надзор будет суровым, а системная значимость этих бумаг гарантирует, что они останутся в фаворе у регулятора на долгие годы вперед.

Покупая секьюритизированную облигацию в 2026 году, вы не просто получаете купон. Вы встраиваете свои сбережения в самый центр макроэкономической политики стра-

ны, становитесь частью механизма, который удерживает финансовую систему от перегрева и одновременно дает топливо для реального сектора экономики. Это делает данный инструмент не просто выгодным, но и стратегически правильным выбором для формирования стабильной части вашего инвестиционного портфеля.

Почему секьюритизация выгодна самому заемщику (первоначальному должнику)

Когда мы говорим о секьюритизации, мы чаще всего фокусируемся на выгодах для двух сторон: для банка, который освобождает капитал и получает ликвидность, и для инвестора, который получает доступ к диверсифицированному денежному потоку. Но есть третья сторона, о которой мы часто забываем, — это сам заемщик, тот самый Иван, который взял автокредит, или Мария, которая оформила ипотеку. Казалось бы, какая ей разница, что банк делает с ее долгом после того, как она подписала кредитный договор? Разве ее условия меняются? Разве она получает от этого какую-то пользу?

На самом деле, секьюритизация оказывает колоссальное, хотя и не всегда заметное для заемщика, влияние на условия кредитования. И если мы, как инвесторы, хотим понимать, откуда берется наш доход и почему он стабилен, мы должны осознать, что благополучие заемщика — это не просто эти-

ческая категория, а фундаментальный экономический фактор, на котором строится вся пирамида секьюритизации.

Давайте разберем, как секьюритизация влияет на заемщика, и почему это в конечном итоге выгодно всем участникам процесса, включая нас с вами.

Первый и самый очевидный эффект — это снижение стоимости кредита для заемщика. Когда банк понимает, что он может быстро и эффективно продать выданный кредит через механизм секьюритизации, его риски и издержки снижаются. Ему не нужно держать капитал под этим кредитом долгие годы, ему не нужно искать дорогие источники долгосрочного финансирования. Он получает деньги обратно сразу после выдачи кредита, и эта скорость оборота капитала позволяет ему предлагать более конкурентные ставки новым заемщикам.

Представьте себе два банка. Первый банк работает по старой схеме: он выдает ипотеку и держит ее на своем балансе 20 лет. Чтобы финансировать эту ипотеку, он привлекает депозиты населения, за которые нужно платить проценты, и создает резервы под возможные потери. Все эти издержки банк закладывает в ставку по ипотеке. Второй банк использует секьюритизацию: он выдает ипотеку, а через месяц продает ее пул инвесторам через СФО. Банк получает деньги обратно, освобождает капитал и может выдать новые кредиты. Его издержки на финансирование ниже, потому что он привлекает деньги через выпуск облигаций, которые ча-

сто оказываются дешевле депозитов (особенно если облигации имеют высокий кредитный рейтинг). В результате второй банк может предложить заемщику ставку по ипотеке на 0,5-1,5 процентных пункта ниже, чем первый банк.

Для заемщика это означает сотни тысяч рублей экономии на протяжении срока кредита. И эта экономия — прямой результат работы рынка секьюритизации.

Второй эффект — это увеличение доступности кредитов. Когда банки могут быстро оборачивать капитал благодаря секьюритизации, они готовы выдавать больше кредитов. Это особенно важно в условиях жесткой денежной политики, когда ресурсы ограничены. Без секьюритизации банки были бы вынуждены либо резко сократить объемы кредитования, либо поднять ставки до заоблачных уровней, чтобы компенсировать дефицит ресурсов. Секьюритизация позволяет поддерживать объемы кредитования даже в сложных макроэкономических условиях.

В России 2026 года это особенно актуально. Программа льготной ипотеки, ИТ-ипотека, семейная ипотека, дальневосточная ипотека — все эти государственные программы работают во многом благодаря механизму секьюритизации. ДОМ.РФ и другие институты развития выкупают у банков портфели льготных кредитов, что позволяет банкам продолжать выдавать новые кредиты по льготным ставкам. Без этого механизма государственные программы быстро уперлись бы в ограниченность банковских балансов, и миллионы се-

мей не смогли бы улучшить свои жилищные условия.

Третий эффект — это развитие конкуренции и улучшение сервиса. Когда рынок секьюритизации развит, банки конкурируют не только за заемщиков, но и за инвесторов, которые покупают их облигации. Инвесторы, в свою очередь, внимательно смотрят на качество кредитных портфелей банков. Если банк выдает кредиты ненадежным заемщикам, если у него высокие уровни просроченной задолженности, инвесторы либо потребуют более высокую доходность по облигациям, либо вообще откажутся их покупать. Это создаст мощный стимул для банков улучшать процессы скоринга, улучшать качество обслуживания заемщиков, работать с проблемными кредитами.

Для заемщика это означает, что банки становятся более заинтересованными в том, чтобы он успешно обслуживал свой долг. Банки предлагают программы финансовой грамотности, реструктуризации долга, кредитные каникулы — все это делается не только из гуманизма, но и потому, что качество кредитного портфеля напрямую влияет на способность банка выпускать секьюритизированные облигации на выгодных условиях.

Четвертый эффект — это появление новых, более гибких продуктов. Секьюритизация позволяет банкам экспериментировать с новыми видами кредитования, потому что они знают, что смогут продать эти кредиты инвесторам. Например, в России начал развиваться рынок автокредитования

с остаточным платежом. Её суть в том, что заёмщик сначала выплачивает только часть долга, а оставшуюся крупную сумму (остаточный платёж) погашает единовременно в конце срока. Эта программа также известна как buy-back (с англ. «обратный выкуп»). Банки могли позволить себе предлагать такие сложные продукты, потому что они могли секьюритизировать эти портфели и передать риски инвесторам, которые готовы были их принять.

Пятый эффект — это снижение системных рисков для заёмщика. Когда банк секьюритизирует портфель, он передаёт кредиты в СФО, которое является банкротно-удаленной структурой. Это означает, что даже если банк обанкротится, кредиты заёмщика не попадут в конкурсную массу банка. Заёмщик продолжит обслуживать свой кредит, но уже перед СФО или новым сервисером, которого назначит СФО. Условия кредита не изменятся, график платежей останется прежним. Заёмщик защищён от хаоса, который может возникнуть при банкротстве банка.

Это особенно важно в 2026 году, когда банковская система проходит через период консолидации и санации. Механизм секьюритизации создает дополнительный уровень защиты для заёмщиков, обеспечивая непрерывность обслуживания их кредитов даже в случае проблем у банка-оригинатора.

Шестой эффект — это развитие рынка рефинансирования. Когда банк понимает, что он может продать кредит, он

более охотно идет на рефинансирование кредитов, выданных другими банками. Это создает здоровую конкуренцию и позволяет заемщикам получать более выгодные условия, переходя из одного банка в другой. Рынок секьюритизации делает этот процесс более эффективным, потому что банки могут быстро освобождать капитал от рефинансированных кредитов и выдавать новые.

Седьмой эффект — это улучшение условий для малого и среднего бизнеса. Секьюритизация портфелей кредитов МСП (малого и среднего предпринимательства) позволяет банкам предлагать более выгодные условия предпринимателям. В 2026 году, когда малый бизнес сталкивается с высокими ставками и ограниченным доступом к финансированию, секьюритизация становится важным инструментом поддержки предпринимателей. Банки, которые активно работают с портфелями МСП и секьюритизируют их, могут предлагать более конкурентные ставки и более гибкие условия.

Восьмой эффект — это развитие культуры ответственного кредитования. Инвесторы, которые покупают секьюритизированные облигации, требуют от банков прозрачности и качества кредитных портфелей. Это заставляет банки внедрять более сложные и продвинутые модели скоринга, более тщательно проверять заемщиков, более ответственно подходить к выдаче кредитов. В результате заемщики, которые действительно могут обслуживать долг, получают доступ к

кредитам, а те, кто не может, получают отказ, что защищает их от попадания в долговую ловушку.

Девятый эффект — это снижение ставок для надежных заемщиков. Когда банк может точно сегментировать свой портфель и секьюритизировать разные транши с разным уровнем риска, он может предлагать более выгодные условия заемщикам с высоким кредитным рейтингом. Эти заемщики получают ставки, которые отражают их низкий риск, а не усредненную ставку по всему портфелю банка.

Десятый эффект — это создание вторичного рынка для кредитов. Заемщик, который хочет продать свою недвижимость или автомобиль, может столкнуться с тем, что покупатель не может получить кредит в том же банке. Но если банк активно работает на рынке секьюритизации, он может предложить покупателю кредит, зная, что сможет быстро продать этот кредит инвесторам. Это облегчает сделки на вторичном рынке недвижимости и автомобилей, что выгодно всем участникам рынка, включая заемщиков.

Таким образом, секьюритизация — это не просто финансовая инженерия для банков и инвесторов. Это механизм, который создает положительную обратную связь в экономике. Заемщики получают более доступные, более дешевые, более гибкие кредиты. Банки получают ликвидность и возможность управлять рисками. Инвесторы получают доступ к диверсифицированным денежным потокам. Экономика в целом получает более эффективное распределение капита-

ла.

Для нас, как для инвесторов, понимание этого важно по двум причинам. Во-первых, это показывает, что наши инвестиции поддерживают реальную экономику, помогают реальным людям покупать жилье, автомобили, развивать бизнес. Это не абстрактные финансовые спекуляции, а участие в создании ценности. Во-вторых, это показывает, что благополучие заемщика — это не просто этическая категория, а экономическая необходимость. Если заемщики не могут обслуживать свои долги, вся конструкция рухнет. Поэтому мы, как инвесторы, должны быть заинтересованы в том, чтобы заемщики были финансово грамотными, чтобы они понимали свои обязательства, чтобы экономика в целом росла и создавала рабочие места с достойной оплатой.

Базовое определение: что такое актив, обеспеченный активами

Теперь, когда мы поняли общую логику секьюритизации, когда мы разобрались, зачем она нужна банкам, инвесторам, государству и заемщикам, пришло время перейти к конкретике. Пришло время ответить на вопрос: что же именно мы покупаем, когда приобретаем секьюритизированную облигацию? Какие бывают типы этих бумаг? Как они называются? Чем они отличаются друг от друга?

Начнем с базового определения. Актив, обеспеченный ак-

тивами (Asset-Backed Security, или сокращенно ABS) — это ценная бумага, доходность которой обеспечивается денежным потоком от пула базовых активов. Эти базовые активы — это, как правило, финансовые требования: кредиты, займы, лизинговые платежи, факторинговые операции. Но в некоторых случаях это могут быть и нефинансовые активы: будущие роялти от продажи музыки, будущие доходы от инфраструктурных проектов, даже будущие доходы от продажи фильмов.

Ключевая идея здесь в том, что инвестор покупает не сами активы (не квартиры, не автомобили, не оборудование), а право на получение денежных потоков, которые эти активы генерируют. Это право оформляется в виде ценной бумаги — облигации, которая обращается на бирже и может быть куплена или продана в любой момент.

Давайте разберем основные типы секьюритизированных бумаг, которые представлены на российском рынке в 2026 году. Это важно, потому что разные типы бумаг имеют разные профили риска и доходности, и понимание этих различий поможет нам строить более эффективный инвестиционный портфель.

Первый и самый крупный тип — это **ипотечные ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (Mortgage-Backed Securities, или MBS)**. Это облигации, которые обеспечены пулом ипотечных кредитов. В России этот рынок начал развиваться первым, еще в начале 2000-х годов, благодаря де-

тельности ДОМ.РФ (ранее АИЖК). Ипотечные ценные бумаги считаются одними из самых надежных, потому что они обеспечены не только денежными потоками от заемщиков, но и залогом недвижимости. Если заемщик перестает платить, банк (или СФО) может продать квартиру и погасить долг.

В России ипотечные ценные бумаги выпускаются как ДОМ.РФ (это так называемые агентские MBS, которые имеют неявную государственную гарантию), так и частными банками через механизм СФО. Для рядового инвестора ипотечные MBS — это один из самых консервативных инструментов в сегменте секьюритизации. Они подходят для тех, кто хочет получить стабильный денежный поток с минимальным уровнем риска.

Второй тип — это **облигации, обеспеченные автокредитами (Auto Asset-Backed Securities, или Auto ABS)**. Это бумаги, которые обеспечены пулом кредитов на покупку автомобилей. Автомобильные кредиты имеют свою специфику: они, как правило, короче ипотечных (3-7 лет), и залог (автомобиль) теряет в стоимости быстрее, чем недвижимость. Однако статистика показывает, что уровни дефолтов по автокредитам в России исторически были ниже, чем по потребительским кредитам, потому что заемщики очень боятся потерять автомобиль, который часто является единственным средством транспорта или даже инструментом заработка (такси, грузоперевозки).

Автокредитные ABS в России начали активно развиваться в 2010-х годах, и к 2026 году это зрелый, ликвидный рынок. Крупнейшие банки, такие как Сбербанк, ВТБ, Альфа-Банк, регулярно выпускают такие облигации. Для инвестора это интересный инструмент, который предлагает доходность выше, чем ипотечные MBS, но с умеренным уровнем риска.

Третий тип — это **облигации, обеспеченные потребительскими кредитами (Consumer Loan ABS)**. Это бумаги, которые обеспечены пулом потребительских кредитов: кредитов наличными, кредитных карт, рассрочек в магазинах. Потребительские кредиты — это самые рискованные из основных типов кредитов, потому что они не обеспечены залогом. Если заемщик перестает платить, банку нечего забрать, кроме как подать в суд и пытаться взыскать долг через приставов.

Однако потребительские кредиты имеют и свои преимущества: они приносят банку высокую доходность, потому что ставки по ним высокие. Эта высокая доходность транслируется и в облигации, обеспеченные потребительскими кредитами. Для инвестора это инструмент с более высокой доходностью, но и с более высоким уровнем риска. В России рынок потребительских ABS активно развивается, особенно после 2022 года, когда банки начали активно использовать секьюритизацию для управления рисками.

Четвертый тип — это **облигации, обеспеченные кре-**

дитами малому и среднему бизнесу (SME ABS). Это бумаги, которые обеспечены пулом кредитов, выданных малым и средним предприятиям. Кредиты МСП имеют свою специфику: они более рискованны, чем кредиты крупному бизнесу, но менее рискованны, чем потребительские кредиты. Они также имеют более короткие сроки (1-3 года) и часто обеспечены залогом оборудования, недвижимости или товаров в обороте.

В России рынок SME ABS начал активно развиваться в 2020-х годах, особенно после создания Корпорации МСП, которая выступает гарантом по таким облигациям. Для инвестора это инструмент, который позволяет поддержать малый бизнес и получить доходность выше, чем по корпоративным облигациям крупных компаний.

Пятый тип — это **облигации, обеспеченные лизинговыми платежами (Lease ABS).** Это бумаги, которые обеспечены пулом лизинговых платежей за оборудование, автомобили, недвижимость. Лизинг — это форма финансирования, при которой лизинговая компания покупает оборудование и передает его в пользование компании-лизингополучателю с правом выкупа. Лизинговые платежи — это предсказуемый денежный поток, который хорошо подходит для секьюритизации.

В России рынок Lease ABS развит меньше, чем рынок кредитных ABS, но он активно растет, особенно в сегментах авиа лизинга, железнодорожного лизинга, лизинга стро-

ительной техники. Для инвестора это инструмент с умеренным уровнем риска и хорошей доходностью.

Шестой тип — это **облигации, обеспеченные факторинговыми операциями (Factoring ABS)**. Факторинг — это форма финансирования, при которой факторинговая компания покупает у поставщика право требования оплаты за поставленные товары или услуги. Факторинговые операции обеспечены дебиторской задолженностью крупных, надежных компаний (как правило, ритейлеров, производителей продуктов питания, строительных компаний).

В России рынок факторинговых ABS начал развиваться в 2010-х годах и к 2026 году стал одним из самых динамичных сегментов. Это связано с тем, что факторинг — это низкорисковый бизнес, потому что он обеспечен дебиторской задолженностью крупных компаний. Для инвестора это инструмент с низким уровнем риска и стабильным денежным потоком.

Седьмой тип — это **облигации, обеспеченные будущими денежными потоками (Future Flow ABS)**. Это самый экзотический тип секьюритизированных бумаг. Они обеспечены не кредитами, а будущими доходами от каких-либо активов: роялти от продажи музыки, будущих доходов от инфраструктурных проектов, будущих доходов от продажи фильмов.

В России этот тип ABS представлен слабо, но отдельные примеры есть. Например, в 2024 году была выпущена обли-

гация, обеспеченная будущими доходами от платной автомобильной дороги. Для инвестора это инструмент с более высоким уровнем риска, потому что будущие денежные потоки менее предсказуемы, чем платежи по кредитам.

Восьмой тип — это **синтетические секьюритизированные облигации (Synthetic ABS)**. Это особый тип бумаг, при котором передача базовых активов СФО не происходит. Вместо этого банк покупает кредитное страхование у СФО, и СФО выпускает облигации, обеспеченные этим страхованием. Если по пулу кредитов происходят дефолты, СФО выплачивает банку компенсацию за счет средств, привлеченных через выпуск облигаций.

Синтетические ABS в России представлены слабо, потому что российский рынок деривативов развит меньше, чем в США или Европе. Но в 2026 году Банк России активно работает над развитием этого сегмента, потому что синтетические ABS позволяют банкам разгружать балансы без фактической передачи активов.

Девятый тип — это **рефинансированные секьюритизированные облигации (Refinanced ABS)**. Это бумаги, которые выпускаются для рефинансирования ранее выпущенных секьюритизированных облигаций. Когда срок погашения старых облигаций приближается, банк может выпустить новые облигации и направить вырученные средства на погашение старых. Это позволяет банку продлить срок финансирования и не возвращать деньги инвесторам.

Для инвестора рефинансированные ABS — это способ получить доступ к длинным деньгам с предсказуемым денежным потоком.

Десятый тип — это **секьюритизированные облигации с кредитным усилением (Credit-Enhanced ABS)**. Это бумаги, которые имеют дополнительный уровень защиты от дефолтов. Кредитное усиление может быть внутренним (over-collateralization — избыточное обеспечение, reserve account — резервный счет, subordination — субординация) или внешним (гарантия третьей стороны, страхование).

В России большинство секьюритизированных облигаций имеют кредитное усиление, потому что это позволяет им получить высокий кредитный рейтинг и привлечь больше инвесторов. Для инвестора это инструмент с низким уровнем риска, потому что кредитное усиление создает дополнительный буфер против потерь.

Одиннадцатый тип — **бумаги, обеспеченные арендными платежами (Rental ABS)**. Собственник недвижимости (или специализированная компания, которая управляет портфелем недвижимости) берет договоры аренды, заключенные с сотнями или тысячами арендаторов, и передает их в специализированное финансовое общество. СФО выпускает облигации, обеспеченные будущими арендными платежами. Инвесторы покупают эти облигации, и деньги от инвесторов идут собственнику недвижимости прямо сейчас. А в

будущем арендаторы продолжают платить аренду, эти деньги через СФО направляются инвесторам в виде купонов.

Теперь давайте разберем основные подтипы этих бумаг более подробно, потому что аренда бывает очень разной, и от этого зависит профиль риска и доходности.

Первый подтип — это бумаги, обеспеченные арендой коммерческой недвижимости. Это самый крупный и зрелый сегмент. Сюда относятся облигации, обеспеченные арендными платежами по торговым центрам, офисным зданиям, гостиницам, развлекательным комплексам. В России этот рынок активно развивается с середины 2010-х годов. Крупнейшие девелоперы и управляющие компании, такие как AFI Development, O1 Properties, Maag, и другие, выпускали такие облигации.

Особенность этого сегмента в том, что арендаторами обычно выступают крупные, известные компании: сетевые ритейлеры, банки, рестораны, операторы связи. Это создает дополнительный уровень защиты, потому что крупные компании, как правило, более надежны, чем мелкие. Однако есть и риск: если торговый центр теряет популярность, если арендаторы съезжают, если рядом открывается новый, более современный комплекс, денежный поток может сократиться.

Для частного инвестора этот подтип интересен тем, что он позволяет получить доступ к денежным потокам от элитной коммерческой недвижимости, которая в одиночку была

бы ему не по карману. Вы не можете купить целый торговый центр, но вы можете купить облигацию, обеспеченную арендой этого торгового центра, и получать свою долю арендного потока.

Второй подтип — это бумаги, обеспеченные арендой складской и логистической недвижимости. Этот сегмент пережил настоящий бум в России в 2020-х годах. Электронная коммерция, развитие маркетплейсов, рост онлайн-торговли — все это создало колоссальный спрос на складские площади. Компании, владеющие складскими комплексами класса А, начали активно секьюритизировать арендные потоки.

Особенность этого сегмента в том, что арендаторами часто выступают крупные логистические операторы, дистрибьюторы, сами маркетплейсы. Договоры аренды, как правило, долгосрочные — на 5-10 лет, с четкими условиями индексации. Это делает денежный поток очень предсказуемым и стабильным.

Для инвестора этот подтип особенно интересен в 2026 году, потому что он отражает структурный тренд российской экономики — рост логистики и электронной коммерции. Покупая такие облигации, вы фактически ставите на продолжение этого тренда.

Третий подтип — это бумаги, обеспеченные арендой жилой недвижимости. Это относительно новый для России сегмент, но он быстро растет. Институциональные инвесторы, такие как ДОМ.РФ, крупные девелоперы, управляющие

компании апарт-отелей, начали создавать портфели квартир для долгосрочной аренды и секьюритизировать арендные потоки от этих портфелей.

Особенность этого сегмента в том, что арендаторами выступают обычные люди — семьи, студенты, молодые специалисты. Это создает высокую диверсификацию: если один арендатор съедет, его место быстро займет другой. Риск проста минимален, особенно в крупных городах с высоким спросом на аренду.

Для частного инвестора этот подтип интересен тем, что он позволяет участвовать в рынке жилой аренды без необходимости покупать квартиры, делать ремонт, искать жильцов, чинить краны и собирать квартплату. Вся эта грязная работа остается на плечах управляющей компании, а вам достается чистый денежный поток.

Четвертый подтип — это бумаги, обеспеченные арендой оборудования и техники (этот сегмент частично пересекается с Lease ABS, о котором мы говорили ранее, но имеет свою специфику). Сюда относятся облигации, обеспеченные арендными платежами за строительную технику, медицинское оборудование, IT-оборудование, сельскохозяйственную технику.

Особенность этого сегмента в том, что арендаторами выступают компании, которым оборудование нужно для ведения бизнеса. Они не хотят покупать оборудование сразу и полностью, потому что это требует больших капитальных за-

трат. Им проще платить ежемесячную аренду и включать эти платежи в операционные расходы.

Для инвестора этот подтип интересен тем, что он связан с реальным сектором экономики — со строительством, медициной, ИТ, сельским хозяйством. Покупая такие облигации, вы поддерживаете развитие этих отраслей и получаете доход от их роста.

Теперь давайте поговорим о том, чем Rental ABS отличаются от Lease ABS, которые мы упоминали ранее, потому что это важное различие, которое часто путают даже опытные инвесторы.

Ключевое различие — в юридической природе договора. Лизинг — это договор, по которому лизинговая компания покупает оборудование и передает его лизингополучателю с правом выкупа в конце срока. Лизинг — это, по сути, форма финансирования покупки. Аренда — это договор, по которому собственник передает имущество во временное пользование без обязательного выкупа.

С точки зрения инвестора, это различие имеет несколько важных последствий. Во-первых, по лизингу имущество в конце срока переходит к лизингополучателю, и денежный поток заканчивается. По аренде имущество остается у собственника, и денежный поток может продолжаться бесконечно долго, если арендатор продлевает договор.

Во-вторых, по лизингу лизингополучатель, как правило, несет ответственность за обслуживание и ремонт имуще-

ства. По аренде эту ответственность обычно несет собственник. Это влияет на структуру денежных потоков: по лизингу денежный поток более чистый, по аренде из него нужно вычитать расходы на обслуживание.

В-третьих, лизинг чаще используется для оборудования и техники, а аренда — для недвижимости. Хотя есть исключения, это общее правило.

Для российского рынка в 2026 году Rental ABS — это один из самых перспективных сегментов секьюритизации. Почему? Потому что в условиях высоких процентных ставок и ограниченного доступа к дешевому финансированию, собственники недвижимости особенно заинтересованы в том, чтобы монетизировать свои активы, не продавая их. Секьюритизация арендных потоков позволяет им получить деньги сейчас, сохранив право собственности на недвижимость и продолжая получать арендный доход в будущем.

С точки зрения частного инвестора, Rental ABS имеют несколько важных преимуществ.

Первое преимущество — это высокая предсказуемость денежных потоков. Арендные договоры, особенно по коммерческой недвижимости, как правило, долгосрочные и содержат четкие условия индексации. Это означает, что вы можете с высокой точностью спрогнозировать, сколько денег вы будете получать каждый месяц в течение следующих нескольких лет.

Второе преимущество — это защита от инфляции. Мно-

гие арендные договоры содержат условия автоматической индексации арендной платы в соответствии с инфляцией или с ростом ключевой ставки ЦБ. Это означает, что когда инфляция растет, ваши арендные платежи тоже растут, и ваш денежный поток увеличивается. Это делает Rental ABS отличным инструментом защиты от инфляции.

Третье преимущество — это низкая корреляция с другими классами активов. Денежные потоки от аренды недвижимости слабо связаны с ценами на нефть, с курсом рубля, с фондовым рынком. Люди продолжают снимать квартиры и офисы, магазины продолжают арендовать площади в торговых центрах, независимо от того, что происходит на фондовом рынке. Это делает Rental ABS отличным инструментом диверсификации портфеля.

Четвертое преимущество — это доступ к реальному сектору экономики. Покупая Rental ABS, вы фактически инвестируете в реальную недвижимость, в реальный бизнес, в реальные товары и услуги. Это не абстрактные финансовые деривативы, это деньги, которые платят реальные люди и компании за реальные помещения.

Однако у Rental ABS есть и свои риски, о которых нужно знать.

Первый риск — это риск простоя. Если арендаторы съезжают и новые не находятся, денежный поток сокращается. Этот риск особенно актуален для торговых центров в эпоху электронной коммерции, для офисных зданий в эпоху уда-

ленной работы.

Второй риск — это риск концентрации. Если пул активов состоит из нескольких крупных объектов недвижимости, и один из них теряет ключевого арендатора, это может существенно повлиять на денежный поток.

Третий риск — это риск изменения рыночных ставок. Если рыночные ставки аренды падают, а договоры были заключены по высоким ставкам, арендаторы могут потребовать пересмотра условий или съехать.

Четвертый риск — это риск управления имуществом. Недвижимость требует постоянного обслуживания, ремонта, управления. Если управляющая компания работает плохо, это может привести к оттоку арендаторов и сокращению денежного потока.

Все эти риски учитываются при структурировании сделки секьюритизации. Используются различные механизмы защиты: избыточное обеспечение, резервные счета, гарантии управляющих компаний, страхование рисков. Инвестор должен внимательно изучать проспект эмиссии и понимать, какие риски заложены в конкретной облигации и как они защищены.

Для рядового инвестора, который хочет включить Rental ABS в свой портфель, я бы дал несколько практических советов.

Во-первых, начинайте с бумаг, обеспеченных арендой высококачественной коммерческой недвижимости в крупных

городах. Москва, Санкт-Петербург, города-миллионники — это рынки с наиболее стабильным спросом на аренду.

Во-вторых, обращайтесь внимание на качество арендаторов. Если арендаторами выступают известные, крупные компании с хорошей репутацией, это снижает риск простоя.

В-третьих, изучайте условия договоров аренды. Долгосрочные договоры с четкими условиями индексации — это хорошо. Короткие договоры без индексации — это риск.

В-четвертых, смотрите на историю управляющей компании. Если компания успешно управляет похожими объектами в течение многих лет, это хороший знак.

В-пятых, не забывайте про диверсификацию. Не вкладывайте все деньги в один выпуск Rental ABS. Распределите инвестиции между разными сегментами: коммерческая недвижимость, складская недвижимость, жилая аренда.

Rental ABS — это важный, растущий и очень интересный сегмент рынка секьюритизации, который заслуживает места в портфеле частного инвестора. Он предлагает стабильный, предсказуемый денежный поток, защиту от инфляции, доступ к реальному сектору экономики и отличную диверсификацию. Если вы поняли логику других типов секьюритизированных бумаг, о которых мы говорили в этой главе, вам будет несложно разобраться и в Rental ABS. Принципы те же самые: трансформация времени, диверсификация риска и юридическая защита инвестора. Просто базовым активом здесь выступают не кредиты, а арендные платежи.

Теперь, когда мы разобрали основные типы секьюритизированных бумаг, давайте поговорим о том, как они структурированы внутри. Каждая секьюритизированная облигация состоит из нескольких траншей. Транш — это часть облигации, которая имеет свой уровень приоритета в получении платежей.

Представьте себе водопад, о котором мы говорили ранее. Деньги от заемщиков текут сверху вниз. Сначала они попадают в самый верхний транш (*senior tranche*), который имеет наивысший приоритет. Этот транш получает платежи первым, и поэтому он имеет самый низкий уровень риска и самую низкую доходность. Затем деньги текут в следующий транш (*mezzanine tranche*), который имеет средний приоритет. Этот транш получает платежи после *senior tranche*, и поэтому он имеет более высокий уровень риска и более высокую доходность. И, наконец, деньги попадают в самый нижний транш (*equity tranche* или *junior tranche*), который имеет самый низкий приоритет. Этот транш получает платежи последним, и поэтому он имеет самый высокий уровень риска и самую высокую доходность.

Для рядового инвестора, который хочет получить стабильный денежный поток с минимальным уровнем риска, интерес представляют *senior tranche*. Эти транши имеют высокие кредитные рейтинги (часто AAA или AA), и они защищены от потерь всеми нижележащими траншами. Если по пулу кредитов происходят дефолты, сначала потери погло-

щает equity tranche, затем mezzanine tranche, и только если потери превышают объем этих траншей, они начинают затрагивать senior tranche.

Для более опытного инвестора, который готов принять на себя больше риска ради более высокой доходности, интерес могут представить mezzanine tranche. Эти транши имеют более низкие кредитные рейтинги (А или ВВВ), но они предлагают доходность на 2-4 процентных пункта выше, чем senior tranche.

Equity tranche, как правило, покупают сами банки-оригинаторы или специализированные фонды, которые готовы принять на себя первый уровень потерь ради высокой доходности. Рядовым инвесторам этот транш не подходит, потому что он слишком рискован.

Теперь, когда мы разобрали базовое определение и основные типы секьюритизированных бумаг, мы готовы перейти к следующему разделу, где мы разрушим главную иллюзию новичка и покажем, почему секьюритизированные облигации — это не просто еще один тип облигаций, а уникальный инструмент со своими особенностями.

Главная иллюзия новичка: почему это не просто «еще одна облигация»

Когда новичок впервые открывает для себя мир секьюритизированных облигаций, его первая реакция, как правило,

бывает обманчиво простой. Он смотрит на экран брокерского приложения, видит привычные поля: «название эмитента», «номинал», «купон», «дата погашения», «доходность к погашению» — и думает: «А, ну это просто еще одна облигация. Как корпоративная облигация Сбербанка или как ОФЗ Минфина. Только название какое-то странное и эмитент непонятный».

Это — главная и самая опасная иллюзия, которая может привести к серьезным ошибкам в формировании портфеля. Потому что секьюритизированная облигация — это НЕ просто «еще одна облигация». Это принципиально другой финансовый инструмент, с совершенно иным профилем риска, иным источником выплат, иной структурой защиты и иным поведением в кризисных ситуациях.

Давайте разберем эту иллюзию по косточкам и поймем, в чем фундаментальные различия.

Первое и самое главное отличие — это источник выплат. Когда вы покупаете обычную корпоративную облигацию, например, облигацию крупной нефтяной компании, вы получаете выплаты из общего денежного потока этой компании. Компания продает нефть, получает выручку, платит налоги, выплачивает зарплаты, закупает оборудование, и из того, что остается, платит вам купоны. Вы зависите от общего финансового здоровья компании, от ее способности генерировать прибыль в целом.

Когда вы покупаете государственную облигацию (ОФЗ),

вы получаете выплаты из бюджета страны, который формируется из налогов, таможенных пошлин, доходов от продажи ресурсов и так далее. Вы зависите от фискальной политики государства, от его способности собирать доходы и управлять расходами.

Но когда вы покупаете секьюритизированную облигацию, источник выплат совершенно иной. Вы получаете деньги из строго изолированного, целевого денежного потока, который генерируется конкретным пулом базовых активов. Это не общий денежный поток банка-оригинатора. Это не бюджет страны. Это исключительно платежи тысяч конкретных заемщиков по конкретным кредитам, которые были переданы в СПЦ.

Это означает, что даже если банк-оригинатор обанкротится, даже если у него отзовут лицензию, даже если он перестанет существовать как юридическое лицо — вы продолжите получать свои выплаты. Потому что деньги от заемщиков продолжают поступать в СФО, и СФО продолжает выплачивать вам купоны. Источник ваших выплат защищен от всех проблем банка-оригинатора благодаря механизму банкротной удаленности.

Второе фундаментальное отличие — это структура защиты. Обычная облигация — это простой долг. Вы дали деньги компании, компания обещала вернуть их с процентами. Если компания не может вернуть деньги, вы встаете в очередь кредиторов и надеетесь, что активов компании хватит

на всех. Вы ничем конкретно не обеспечены, кроме общего обещания компании.

Секьюритизированная облигация — это сложная многоуровневая конструкция с множеством встроенных механизмов защиты. Во-первых, как мы уже говорили, есть банкротная удаленность — ваши активы защищены от проблем банка-оригинатора. Во-вторых, есть траншевая структура — старшие транши защищены от потерь младшими траншами. В-третьих, есть избыточное обеспечение (overcollateralization) — пул активов стоит больше, чем номинал выпущенных облигаций, что создает дополнительный буфер. В-четвертых, есть резервный счет (reserve account) — часть денежных потоков накапливается на специальном счете и используется для покрытия непредвиденных потерь. В-пятых, часто есть внешнее кредитное усиление — гарантия от третьей стороны, например, от государства или крупной страховой компании.

Все эти механизмы защиты делают секьюритизированные облигации, особенно старшие транши, значительно более защищенными, чем обычные корпоративные облигации с тем же кредитным рейтингом.

Третье отличие — это предсказуемость денежных потоков. Когда вы покупаете корпоративную облигацию, вы не можете быть уверены, что компания будет генерировать стабильный денежный поток. Экономика может войти в рецессию, цены на нефть могут упасть, конкуренты могут захва-

тить рынок — и компания начнет терять деньги. Вы зависите от множества внешних факторов, которые сложно предсказать.

Когда вы покупаете секьюритизированную облигацию, обеспеченную, например, ипотечными кредитами, вы можете с высокой точностью предсказать денежные потоки. Почему? Потому что вы имеете доступ к детальной статистике по пулу кредитов. Вы знаете, сколько заемщиков в пуле, каковы их кредитные рейтинги, каковы суммы кредитов, каковы сроки, каковы ставки. Вы знаете историческую статистику дефолтов по таким кредитам в России за последние 10-15 лет. Вы знаете, какой процент заемщиков обычно гасит кредит досрочно. Вы можете построить точную математическую модель денежных потоков и понять, сколько денег вы получите каждый месяц в течение всего срока жизни облигации.

Эта предсказуемость делает секьюритизированные облигации идеальным инструментом для инвесторов, которые хотят построить стабильный денежный поток. Вы не зависите от капризов рынка или от решений менеджмента компании. Вы зависите от статистики, от математики, от поведения тысяч заемщиков, которое усредняется и становится предсказуемым.

Четвертое отличие — это поведение в кризис. Когда на рынке начинается паника, обычные корпоративные облигации падают в цене очень резко. Инвесторы боятся, что компании обанкротятся, и начинают продавать их облигации по

любым ценам. Спреды (разница между доходностью корпоративных облигаций и безрисковых ОФЗ) расширяются до исторических максимумов.

Секьюритизированные облигации, особенно старшие транши с высокими кредитными рейтингами, ведут себя в кризис значительно лучше. Почему? Потому что их стоимость зависит не от панических настроений рынка, а от реальных денежных потоков, которые продолжают поступать от заемщиков. Даже в кризис люди продолжают платить по ипотеке, потому что они не хотят потерять свои квартиры. Даже в кризис люди продолжают платить по автокредитам, потому что им нужны машины для работы. Денежные потоки продолжают генерироваться, и это поддерживает стоимость облигаций.

Конечно, секьюритизированные облигации тоже падают в цене во время кризиса, но они падают меньше и восстанавливаются быстрее, чем обычные корпоративные облигации. Это делает их отличным инструментом для защиты портфеля в периоды турбулентности.

Пятое отличие — это прозрачность. Когда вы покупаете корпоративную облигацию, вы зависите от финансовой отчетности компании. Но финансовая отчетность — это сложный документ, который может быть манипулируем менеджментом. Компания может использовать различные бухгалтерские приемы, чтобы скрыть реальные проблемы. Вы не можете быть уверены, что видите полную картину.

Когда вы покупаете секьюритизированную облигацию, вы имеете доступ к гораздо более детальной и прозрачной информации. Вы можете получить полный список всех кредитов в пуле (с обезличенными данными, но с полной информацией о характеристиках каждого кредита). Вы можете увидеть кредитный рейтинг каждого заемщика, сумму кредита, срок, ставку, историю платежей. Вы можете самостоятельно проанализировать качество пула и сделать свои выводы. Эта прозрачность беспрецедентна для финансового рынка.

Шестое отличие — это ликвидность. Это, пожалуй, единственный параметр, по которому секьюритизированные облигации проигрывают обычным корпоративным облигациям или ОФЗ. Рынок секьюритизированных облигаций в России все еще развивается, и объемы торгов на бирже значительно меньше, чем по ОФЗ или по облигациям крупнейших компаний. Это означает, что, если вам срочно понадобятся деньги, вы можете не найти покупателя на вашу секьюритизированную облигацию по справедливой цене.

Однако важно понимать, что эта низкая ликвидность — не недостаток инструмента, а следствие его специфики. Секьюритизированные облигации создаются для того, чтобы держать их до погашения и получать стабильный денежный поток. Они не предназначены для спекулятивной торговли. Если вы покупаете их с правильной инвестиционной идеей — получить регулярный доход и сохранить капитал — низкая ликвидность не будет для вас проблемой.

Седьмое отличие — это отношение к макроэкономическим факторам. Обычные корпоративные облигации очень чувствительны к изменениям ключевой ставки ЦБ. Когда ЦБ повышает ставку, цены на корпоративные облигации падают, потому что инвесторы требуют более высокую доходность, чтобы компенсировать возросшие альтернативные издержки.

Секьюритизированные облигации тоже чувствительны к изменениям ключевой ставки, но эта чувствительность иная. Во-первых, многие секьюритизированные облигации имеют плавающую ставку купона, которая привязана к ключевой ставке или к ставке RUONIA. Это означает, что, когда ЦБ повышает ставку, купон по таким облигациям автоматически увеличивается, и их цена не падает так сильно, как по облигациям с фиксированной ставкой. Во-вторых, даже если секьюритизированная облигация имеет фиксированную ставку, ее цена менее чувствительна к изменениям ставки, потому что ее стоимость определяется не только рыночными ожиданиями, но и реальными денежными потоками, которые продолжают поступать.

Восьмое отличие — это диверсификация. Когда вы покупаете корпоративную облигацию, вы концентрируете риск в одном эмитенте. Если эта компания обанкротится, вы потеряете все свои деньги. Вы можете диверсифицировать портфель, покупая облигации разных компаний, но это требует времени, денег и усилий.

Секьюритизированная облигация дает вам мгновенную диверсификацию внутри одного инструмента. Покупая одну облигацию, вы становитесь владельцем доли в пуле из тысяч кредитов, выданных тысячам заемщиков по всей стране. Дефолт одного или даже сотни заемщиков не окажет существенного влияния на ваш денежный поток. Вы получаете диверсификацию, которая была бы невозможна при прямом инвестировании в отдельные кредиты.

Девятое отличие — это отношение к инфляции. Обычные облигации с фиксированной ставкой страдают от инфляции, потому что реальная стоимость будущих выплат снижается. Вы получаете те же номинальные суммы, но на эти суммы можно купить меньше товаров и услуг.

Секьюритизированные облигации могут быть лучшим защитником от инфляции, особенно если они обеспечены кредитами с плавающей ставкой. Когда инфляция растет, ЦБ повышает ключевую ставку, и ставки по кредитам с плавающей ставкой автоматически увеличиваются. Это означает, что денежные потоки от пула кредитов растут, и купоны по облигациям тоже растут. Вы получаете защиту от инфляции через автоматическую индексацию денежных потоков.

Десятое отличие — это юридическая природа. Обычная облигация — это простой долговой инструмент. Вы дали деньги, вам обещали вернуть их с процентами. Все просто и понятно.

Секьюритизированная облигация — это сложный юриди-

ческий конструкт, который включает в себя множество договоров: договор купли-продажи активов между банком и СФО, договор выпуска облигаций, договор обслуживания кредитов, договор управления счетами, договоры с гарантом, договоры с рейтинговым агентством и так далее. Этот сложный юридический каркас создан для того, чтобы максимально защитить инвестора и обеспечить бесперебойный денежный поток.

Понимание всех этих отличий критически важно для инвестора. Если вы будете относиться к секьюритизированным облигациям как к «просто еще одним облигациям», вы упустите их ключевые преимущества: защиту от банкротства эмитента, предсказуемость денежных потоков, встроенную диверсификацию, устойчивость к кризисам. Вы не сможете правильно оценить их место в вашем портфеле и не сможете использовать их полный потенциал для построения стабильного денежного потока.

Секьюритизированная облигация — это не просто долговая бумага. Это сложный, многоуровневый, тщательно сконструированный финансовый инструмент, который объединяет в себе преимущества облигаций (регулярный доход, предсказуемость), преимущества диверсифицированного портфеля (распределение риска) и преимущества защищенных структур (множество уровней защиты от потерь). Это уникальный инструмент, который занимает особое место в инвестиционном арсенале и который заслуживает осо-

бого отношения.

Психология инвестора: как перестать бояться сложных финансовых конструкций

Теперь, когда мы разобрали техническую сторону секьюритизации, когда мы поняли, чем секьюритизированные облигации отличаются от обычных, когда мы увидели всю сложность и многоуровневость этой конструкции, у многих читателей может возникнуть естественная реакция: страх.

«Это слишком сложно для меня. Я просто хочу откладывать часть зарплаты и получать стабильный доход. Мне не нужны все эти транши, водопады платежей, банкротные удаленности и кредитные усиления. Пусть этим разбираются профессионалы в костюмах с Москва-Сити. А я лучше куплю простые облигации или положу деньги на депозит».

Эта реакция абсолютно понятна и естественна. Наш мозг эволюционно настроен на то, чтобы избегать того, что он не понимает. Сложность вызывает тревогу. Неизвестность пугает. И когда мы видим финансовый инструмент, который требует понимания десятков терминов и концепций, наш первый инстинкт — отступить, вернуться к тому, что знакомо и просто.

Но именно этот инстинкт — враг вашего финансового благополучия. Потому что в мире инвестиций простота часто означает низкую доходность или высокий риск. А слож-

ность, если ее правильно понять, означает защиту, предсказуемость и эффективность.

Давайте поговорим о психологии инвестора и о том, как перестать бояться сложных финансовых конструкций и начать использовать их себе на благо.

Первый психологический барьер — это иллюзия понимания. Когда мы видим знакомые слова — «облигация», «купон», «номинал» — нам кажется, что мы понимаем инструмент. Мы думаем: «Ну, облигация — это как депозит, только на бирже. Я положил деньги, мне платят проценты, в конце срока возвращают номинал. Что тут сложного?»

Но эта иллюзия понимания опасна. Потому что за знакомыми словами скрываются совершенно разные механизмы. Облигация Сбербанка и секьюритизированная облигация, обеспеченная ипотечными кредитами, — это два совершенно разных инструмента с разными рисками, разными источниками выплат, разным поведением в кризис. Если вы будете относиться к ним как к одинаковым, вы совершите ошибку.

Первый шаг к преодолению этого барьера — признать, что вы не понимаете инструмент до конца. Это не признак слабости или глупости. Это признак честности перед собой. Когда вы признаете, что вам нужно разобраться в деталях, вы открываете себя для обучения.

Второй психологический барьер — это страх перед математикой. Многие люди боятся сложных финансовых инстру-

ментов, потому что думают, что для их понимания нужно быть математическим гением. Они видят формулы, графики, статистические модели и думают: «Это не для меня. Я гуманитарий. Я не понимаю в цифрах».

Но это заблуждение. Да, секьюритизация использует математику и статистику. Но вам, как инвестору, не нужно самостоятельно строить математические модели денежных потоков. Вам не нужно рассчитывать вероятности дефолтов или строить корреляционные матрицы. Эту работу делают профессионалы: рейтинговые агентства, аналитики банков, управляющие компании.

Ваша задача как инвестора — не создавать эти модели, а понимать их логику. Вам нужно понимать, что траншевая структура создает защиту, что избыточное обеспечение создает буфер, что резервный счет покрывает непредвиденные потери. Вам не нужно знать, как именно рассчитываются эти параметры, вам нужно понимать, зачем они нужны и как они работают.

Это как вождение автомобиля. Вам не нужно понимать, как именно работает двигатель внутреннего сгорания, как устроена система впрыска топлива или как рассчитывается угол опережения зажигания. Вам нужно понимать, что есть педаль газа, педаль тормоза и руль, и как они влияют на движение автомобиля. Точно так же вам не нужно понимать все математические детали секьюритизации. Вам нужно понимать базовую логику: откуда берутся деньги, как они защи-

щаются, какие риски есть и как они управляются.

Третий психологический барьер — это страх перед неизвестностью. Когда мы сталкиваемся с чем-то новым, наш мозг посылает сигналы тревоги. Мы думаем: «А вдруг я совершу ошибку? А вдруг я потеряю деньги? А вдруг этот инструмент окажется мошеннической схемой?»

Этот страх абсолютно нормален. Но его можно преодолеть через образование и постепенность. Не нужно сразу бросаться в омут с головой и вкладывать все свои сбережения в секьюритизированные облигации. Начните с малого. Купите одну облигацию на небольшую сумму. Понаблюдайте за ней. Посмотрите, как приходят купоны, как меняется цена, как инструмент ведет себя в разных рыночных условиях. Постепенно, по мере накопления опыта и уверенности, увеличивайте долю секьюритизированных облигаций в вашем портфеле.

Четвертый психологический барьер — это страх перед сложностью терминологии. Когда вы впервые открываете проспект эмиссии секьюритизированных облигаций, вы видите десятки незнакомых терминов: СФО, сервисер, кэш-флоу, водопад, кредитное усиление, триггеры, ковенанты. Это может вызвать чувство подавленности.

Но важно понимать, что вся эта терминология — просто язык, на котором описывается один и тот же простой принцип: защита инвестора. Каждый термин, каждая концепция, каждая деталь конструкции создана для того, чтобы сделать

ваши инвестиции более безопасными и предсказуемыми.

СФО — это юридическая структура, которая защищает ваши активы от банкротства банка. Сервисер — это компания, которая собирает платежи от заемщиков и передает их вам. Кэш-флоу водопад — это порядок распределения денег, который гарантирует, что вы получите свои выплаты первыми. Кредитное усиление — это дополнительные уровни защиты от потерь. Триггеры и ковенанты — это правила, которые ограничивают действия банка-оригинатора и защищают ваши интересы.

Когда вы понимаете, что вся эта сложность создана для вашей защиты, страх перед ней начинает уменьшаться. Вы начинаете видеть за терминами не угрозу, а заботу о вашей безопасности.

Пятый психологический барьер — это синдром самозванца. Многие люди думают: «Секьюритизация — это для профессиональных инвесторов, для фондов, для банков. Я просто обычный человек с небольшой зарплатой. Мне не место в этом мире больших денег».

Но это заблуждение. Секьюритизация была создана именно для того, чтобы демократизировать доступ к финансовым потокам. Раньше только крупные институциональные инвесторы могли получать доход от ипотечных кредитов или автокредитов. Теперь, благодаря секьюритизации, любой человек с небольшой суммой денег может стать частью этой системы.

Вы не должны быть профессиональным инвестором, чтобы использовать секьюритизированные облигации. Вы должны быть просто ответственным инвестором, который понимает, что он делает, и который готов разобраться в базовых принципах инструмента.

Шестой психологический барьер — это страх перед ошибками прошлого. Многие люди слышали о кризисе 2008 года и связывают секьюритизацию с этим кризисом. Они думают: «Секьюритизация — это то, что вызвало мировой финансовый кризис. Это опасный инструмент. Мне лучше держаться от него подальше».

Но это неверная интерпретация истории. Кризис 2008 года был вызван не самой секьюритизацией, а ее злоупотреблением. Банки выпускали облигации, обеспеченные кредитами, выданными людям без проверки их платежеспособности. Рейтинговые агентства ставили высокие рейтинги бумагам, которые на самом деле были мусорными. Инвесторы не понимали, что они покупают.

После кризиса правила игры изменились. Теперь секьюритизация регулируется гораздо жестче. Каждый пул активов должен быть прозрачным. Каждый заемщик должен быть проверен. Каждый транш должен иметь честный рейтинг. Инвесторы должны получать полную информацию о рисках.

Российский рынок секьюритизации начал развиваться уже после кризиса 2008 года, и он с самого начала строился на самых строгих стандартах. Центральный Банк России уде-

ляет огромное внимание регулированию этого рынка. Поэтому вы можете быть уверены, что российские секьюритизированные облигации — это не те «токсичные активы», которые вызвали кризис 2008 года. Это прозрачные, регулируемые, безопасные инструменты.

Седьмой психологический барьер — это нетерпение. Многие люди хотят получить быстрый результат. Они покупают облигации и ждут, что через месяц увидят огромную прибыль. Когда этого не происходит, они разочаровываются и бросают этот инструмент.

Но секьюритизированные облигации — это не инструмент для быстрого заработка. Это инструмент для построения стабильного, предсказуемого денежного потока на длительном горизонте. Вы покупаете их не для того, чтобы продать через месяц с прибылью. Вы покупаете их для того, чтобы получать регулярные купоны в течение нескольких лет.

Если вы готовы принять эту долгосрочную перспективу, если вы готовы быть терпеливым инвестором, секьюритизированные облигации станут для вас отличным инструментом. Если вы ищете быстрых спекулятивных прибылей, этот инструмент не для вас.

Восьмой психологический барьер — это недоверие к финансовым институтам. После множества финансовых кризисов, после историй о банкротствах банков, о мошенничестве финансовых компаний, о потере сбережений, многие люди просто не доверяют финансовым институтам. Они думают:

«Все это — обман. Банкиры только и думают о том, как обмануть простых людей. Мне лучше хранить деньги под матрасом».

Это понятное недоверие. Важно понимать, что секьюритизация — это не просто еще одна схема банков. Это инструмент, который создает дополнительные уровни защиты от банков. Механизм банкротной удаленности создан именно для того, чтобы защитить инвесторов от проблем банков. Траншевая структура создана для того, чтобы минимизировать риски. Прозрачность пулов активов создана для того, чтобы вы могли контролировать, во что вы инвестируете.

Секьюритизация — это не инструмент банков против инвесторов. Это инструмент, который позволяет инвесторам обходить банки и получать прямой доступ к денежным потокам от заемщиков. Банки здесь — просто посредники, которые организуют процесс, но не контролируют ваши деньги.

Девятый психологический барьер — это паралич анализа. Когда вы начинаете изучать секьюритизированные облигации, вы можете утонуть в информации. Вы читаете проспекты эмиссий, отчеты рейтинговых агентств, аналитические обзоры, и чем больше вы читаете, тем больше информации появляется, и тем сложнее вам принять решение.

Этот паралич анализа может привести к тому, что вы вообще не будете инвестировать. Вы будете бесконечно изучать, бесконечно сомневаться, бесконечно откладывать решение.

Чтобы преодолеть этот паралич, нужно принять принцип «достаточной информации». Вы не можете знать все. Вы не можете проанализировать каждый аспект каждой облигации. Вам нужно определить минимальный набор критериев, которые для вас важны, и принимать решение на основе этих критериев.

Например, вы можете сказать: «Мне важны три вещи: высокий кредитный рейтинг (не ниже А), наличие государственной гарантии или гарантии крупного банка, и прозрачность пула активов». Если облигация соответствует этим трем критериям, вы покупаете ее. Вы не тратите недели на анализ каждой детали. Вы принимаете решение на основе достаточной информации.

Десятый психологический барьер — это страх перед ответственностью. Когда вы инвестируете в сложные инструменты, вы берете на себя ответственность за свои решения. Эта книга не даёт вам индивидуальных инвестиционных рекомендаций. Если что-то пойдет не так, вы не сможете сказать: «Меня обманули. Я не понимал, во что вкладываюсь». Вы должны будете признать, что это было ваше решение, и вы должны были лучше разобраться.

Эта ответственность может пугать, но важно понимать, что ответственность — это не только бремя, но и сила. Когда вы берете ответственность за свои инвестиции, вы становитесь более внимательным, более дисциплинированным, более образованным инвестором. Вы перестаете быть пассив-

ным участником рынка и становитесь активным управляющим своего капитала.

И это — главный психологический сдвиг, который должен произойти. Вы должны перестать быть пассивным вкладчиком, который просто несет деньги в банк и надеется, что банк не обманет. Вы должны стать активным инвестором, который понимает, во что он вкладывает, который контролирует свои риски, который строит свой портфель осознанно.

Секьюритизированные облигации — это инструмент для таких активных инвесторов. Это инструмент для людей, которые готовы потратить время на образование, которые готовы разобраться в деталях, которые готовы взять ответственность за свои решения.

Если вы готовы сделать этот психологический сдвиг, если вы готовы перестать бояться сложности и начать использовать ее себе на благо, секьюритизированные облигации откроют для вас новые возможности для построения стабильного финансового будущего.

Резюме главы: три кита, на которых держится вся индустрия секьюритизации

Мы прошли с вами большой путь в этой главе. Мы начали с простой аналогии о пироге, который нарезается на кусочки. Мы разобрали историю секьюритизации и поняли, зачем банки придумали этот инструмент. Мы погрузились в

суть явления и увидели, как будущие денежные потоки превращаются в сегодняшние деньги. Мы разобрались в юридических тонкостях и поняли разницу между правом требования и правом собственности. Мы посмотрели на секьюритизацию с точки зрения макроэкономики и поняли, зачем она нужна государству и банковской системе России в 2026 году. Мы увидели, как секьюритизация выгодна самим заемщикам. Мы дали базовое определение активов, обеспеченных активами, и разобрали основные типы таких бумаг. Мы разрушили главную иллюзию новичка и поняли, почему секьюритизированные облигации — это не просто «еще одна облигация». И, наконец, мы поговорили о психологии инвестора и о том, как перестать бояться сложных финансовых конструкций.

Теперь, в завершение этой главы, давайте подведем итог и выделим три фундаментальных принципа, три кита, на которых держится вся индустрия секьюритизации. Понимание этих трех принципов — это ключ к тому, чтобы уверенно ориентироваться в мире секьюритизированных облигаций и использовать их для построения стабильного денежного потока.

Первый кит — это трансформация времени. Секьюритизация — это, по своей сути, машина времени для денег. Она позволяет перенести будущие денежные потоки в настоящее. Когда банк выдает кредит на 20 лет, он замораживает свои деньги на 20 лет. Секьюритизация позволяет бан-

ку мгновенно получить эти деньги обратно, продав право на будущие платежи инвесторам. Инвесторы, в свою очередь, соглашаются подождать и получить эти будущие платежи с премией — в виде купонного дохода.

Этот принцип трансформации времени — фундамент всей индустрии. Без него секьюритизация не существовала бы. Именно потому, что люди готовы обменивать сегодняшние деньги на будущие денежные потоки, и существует этот рынок. Для нас, инвесторов, этот принцип важен потому, что он объясняет, откуда берется наш доход. Наш доход — это не абстрактная цифра, придуманная аналитиками. Это реальная плата за то, что мы соглашаемся подождать. Это цена времени.

Понимание этого принципа помогает нам правильно оценивать доходность секьюритизированных облигаций. Если мы видим облигацию с высокой доходностью, мы должны понимать, что это плата за более длительное ожидание или за более высокий риск того, что будущие платежи не поступят. Если мы видим облигацию с низкой доходностью, мы должны понимать, что это отражение более короткого срока ожидания или более низкого риска.

Второй кит — это диверсификация риска. Секьюритизация позволяет превратить множество мелких, рискованных кредитов в один крупный, предсказуемый денежный поток. Когда вы даете в долг одному человеку, вы сильно рискуете. Этот человек может заболеть, потерять работу, уехать.

Риск дефолта может быть очень высоким. Но когда вы даете в долг ста тысячам человек, риск размывается. Мы точно знаем, что определенный процент заемщиков столкнется с трудностями, но этот процент предсказуем и стабилен.

Этот принцип диверсификации — второй фундамент секьюритизации. Именно благодаря ему секьюритизированные облигации могут иметь высокие кредитные рейтинги, даже если отдельные кредиты в пуле имеют низкие рейтинги. Закон больших чисел работает на нас. Статистика становится нашим союзником.

Для нас, инвесторов, этот принцип важен потому, что он объясняет, почему секьюритизированные облигации могут быть безопаснее, чем отдельные корпоративные облигации. Покупая секьюритизированную облигацию, мы получаем мгновенную диверсификацию. Мы не зависим от одного заемщика, от одной компании, от одного региона. Мы зависим от тысяч заемщиков по всей стране, и их поведение усредняется и становится предсказуемым.

Понимание этого принципа помогает нам правильно оценивать риски секьюритизированных облигаций. Мы должны смотреть не на отдельные кредиты в пуле, а на общую статистику пула. Мы должны понимать, какие проценты дефолтов заложены в цену облигации, и достаточно ли буферов для покрытия этих дефолтов.

Третий кит — это юридическая защита инвестора. Секьюритизация — это не просто финансовая инженерия.

Это сложная юридическая конструкция, созданная для того, чтобы максимально защитить инвестора. Механизм банкротной удаленности защищает наши активы от проблем банка-оригинатора. Траншевая структура защищает старшие транши от потерь. Избыточное обеспечение создает дополнительный буфер. Резервный счет покрывает непредвиденные потери. Внешние гарантии добавляют еще один уровень защиты.

Этот принцип юридической защиты — третий фундамент секьюритизации. Без него инвесторы не доверяли бы этим инструментам. Именно благодаря этим юридическим механизмам секьюритизированные облигации могут привлекать деньги от консервативных инвесторов: пенсионных фондов, страховых компаний, частных лиц.

Для нас, инвесторов, этот принцип важен потому, что он объясняет, почему мы можем доверять секьюритизированным облигациям, даже если банк-оригинатор находится в сложной ситуации. Наши деньги защищены не обещаниями банка, а юридической структурой сделки. Мы владеем не долгом банка, а правом на денежный поток от пула активов, и это право защищено от всех проблем банка.

Понимание этого принципа помогает нам правильно оценивать безопасность секьюритизированных облигаций. Мы должны смотреть не только на кредитный рейтинг эмитента, но и на структуру сделки. Мы должны понимать, как устроена банкротная удаленность, какие транши выпущены, какое

кредитное усиление применено, какие триггеры и ковенанты установлены.

Эти три кита — трансформация времени, диверсификация риска и юридическая защита инвестора — образуют прочный фундамент всей индустрии секьюритизации. Без любого из этих трех принципов вся конструкция рухнула бы. Но вместе они создают мощный, устойчивый, предсказуемый инструмент, который позволяет нам, частным инвесторам, участвовать в финансировании реальной экономики и получать за это стабильный, защищенный доход.

Когда вы в следующий раз откроете брокерское приложение и увидите секьюритизированную облигацию, не пугайтесь ее сложного названия. Вспомните эти три кита. Вспомните, что за этой облигацией стоит машина времени, которая переносит будущие денежные потоки в настоящее. Вспомните, что эта облигация дает вам мгновенную диверсификацию на тысячи заемщиков. Вспомните, что эта облигация защищена сложной юридической конструкцией, созданной для вашей безопасности.

И тогда вы поймете, что секьюритизированные облигации — это не страшный зверь из финансовых джунглей. Это ваш союзник в построении стабильного финансового будущего. Это инструмент, который позволяет вам не просто хранить деньги, а заставлять их работать на вас, принося регулярный, предсказуемый, защищенный доход.

В следующих главах мы перейдем от теории к практике.

Мы разберем, как анализировать конкретные секьюритизированные облигации, представленные на российском рынке в 2026 году. Мы научимся читать проспекты эмиссий, оценивать кредитные рейтинги, анализировать качество пулов активов. Мы построим стратегию формирования портфеля секьюритизированных облигаций с учетом ваших финансовых целей, вашего горизонта инвестирования и вашей толерантности к риску. Мы разберем, как интегрировать секьюритизированные облигации в общий инвестиционный портфель и как использовать их для создания стабильного денежного потока, который будет поддерживать вас в любые экономические времена.

Но все это — в следующих главах. А сейчас, завершая эту первую главу, я хочу, чтобы вы вынесли из нее главное понимание: секьюритизация — это не магия и не обман. Это логичный, прозрачный, безопасный инструмент, который был создан для того, чтобы сделать финансовые рынки более эффективными и более доступными для обычных людей. И теперь, когда вы понимаете анатомию этого инструмента, когда вы видите, как он устроен изнутри, вы готовы сделать следующий шаг — от понимания к действию.

Добро пожаловать в мир секьюритизации. Добро пожаловать в мир стабильных, предсказуемых, защищенных инвестиций. Добро пожаловать в мир, где ваши сбережения работают на вас, а не просто лежат мертвым грузом.

Глава 2 Секьюритизация против классических корпоративных облигаций

Прежде чем мы погрузимся в механику покупки тех или иных бумаг и начнем выстраивать стратегию, приносящую стабильный денежный поток, нам необходимо сделать важный концептуальный шаг. На рынке долговых инструментов России, особенно в условиях высокой волатильности и сложных макроэкономических циклов, у частного инвестора чаще всего возникает дилемма: куда направить свободные средства? Большинство выбирает между банковским депозитом, фондами денежного рынка (фондами ликвидности) и классическими корпоративными облигациями.

Однако существует еще один, часто незаслуженно игнорируемый сегмент, который способен стать фундаментом для безопасного и предсказуемого портфеля. Это облигации с ипотечным покрытием (ОИП) и другие инструменты секьюритизации.

Чтобы понять, стоит ли включать их в ваш портфель, нужно провести четкую, непротиворечивую границу между классическим корпоративным долгом и секьюритизированным долгом. Это не просто разные «вывески» на одном и том же здании. Это два принципиально разных финансовых ор-

ганизма, которые дышат разными воздухом, питаются разными ресурсами и погибают от разных болезней. В этой главе мы разберем их анатомию, чтобы вы, как рядовой инвестор, могли осознанно выбрать, кому доверить свой капитал.

Фундаментальная разница: кто является конечным источником возврата денег

Когда вы покупаете классическую корпоративную облигацию, например, выпуск крупного ритейлера, металлургического комбината или телекоммуникационной компании, вы, по сути, даете в долг самому бизнесу. Юридически и экономически вы становитесь одним из множества кредиторов этого предприятия. Но что значит «даете в долг бизнесу»? Это звучит просто, но за этой фразой скрывается колоссальная неопределенность.

В случае с классической корпоративной облигацией источником возврата ваших денег является совокупная финансовая деятельность компании. Завод производит детали, сеть магазинов продает товары, оператор связи оказывает услуги. Выручка падает в общую «котловую» кассу, из которой оплачиваются налоги, зарплаты, закупки, обслуживание старых долгов и, в том числе, выплата купонов вам. Вы не знаете, какая именно копейка из кассы пойдет на ваш купон. Вы верите в то, что общий бизнес будет успешен, что выручки хватит на все расходы, и что руководство компании не

примет решения направить всю свободную денежную массу на агрессивную экспансию или дивиденды, забыв про вас, держателей облигаций.

Конечный источник возврата в классических корпоративных облигациях — это абстрактная «прибыль и денежный поток компании в будущем». Вы оцениваете бизнес целиком. Вы смотрите на то, как компания управляется, какие у нее рынки сбыта, кто ее конкуренты, насколько эффективен менеджмент. Ваш риск неразрывно связан с судьбой всего предприятия. Если завод решит построить новый цех, который окажется убыточным, или если сеть магазинов столкнется с изменением потребительских предпочтений, это отразится на вашей облигации, даже если вы не имели никакого отношения к этим решениям.

Теперь давайте посмотрим на секьюритизацию. Здесь парадигма меняется радикально. Когда вы покупаете секьюритизированные облигации, вы даете в долг не заводу и не торговой сети. Вы даете в долг под конкретный, уже существующий, осязаемый и математически просчитанный поток денег.

Представьте себе ситуацию. Вы не даете в долг соседу, который обещает вернуть деньги «когда заработает, с учетом его будущих проектов и общего благополучия». Вы даете ему деньги под залог конкретной квартиры, которую он сдает в аренду. Вы понимаете, что даже если сосед потеряет работу, заболеет или его новый бизнес прогорит, у вас есть

конкретный денежный поток — ежемесячная арендная плата, которая гарантированно пойдет на обслуживание вашего долга.

В секьюритизации источником возврата является строго определенный пул активов. Чаще всего в России это ипотечные кредиты, выданные банками гражданам, или кредиты на покупку автомобилей, или займы малому бизнесу, или даже будущие денежные потоки от аренды коммерческой недвижимости.

Когда банк выдает десять тысяч ипотечных кредитов, он формирует из них «пул». Этот пул продается специальной структуре, которая выпускает под этот пул облигации. Деньги, которые вносят граждане в качестве ежемесячных платежей по своим ипотекам, не идут в общую кассу банка. Они по строгому юридическому маршруту направляются на специальный счет, с которого выплачиваются купоны вам, инвесторам.

Фундаментальная разница заключается в целеполагании денежного потока. В корпоративных облигациях вы делите риски и доходы всего бизнеса. В секьюритизации вы изолированы от бизнеса originатора (того, кто изначально выдал кредиты) и получаете деньги исключительно из кассовых разрывов конкретного пула активов.

Для простого инвестора, который хочет получать стабильный денежный поток, это означает важнейшую вещь: вам не нужно быть экспертом в управлении металлургическим за-

водом или розничной сетью. Вам не нужно анализировать, насколько эффективно генеральный директор ведет переговоры с поставщиками. Вам нужно понимать только одно: будут ли люди платить по своим ипотекам или автокредитам, которые составляют основу пула.

В макроэкономических реалиях России, где корпоративный сектор часто сталкивается с шоками (санкции, разрыв логистических цепочек, необходимость экстренной перестройки бизнес-моделей), корпоративные облигации несут в себе риск «сломанного бизнеса». Секьюритизация же опирается на базовые потребности населения. Люди всегда будут платить за крышу над головой и за средства передвижения, особенно если эти платежи субсидируются государством или обеспечены залогом ликвидного имущества. Понимание этой разницы меняет ваш взгляд на долговой рынок: вы перестаете быть «пайщиком» рискованного предприятия и становитесь «собственником» предсказуемого денежного ручья.

Риск эмитента против риска пула активов: где кроется главная опасность

Продолжая нашу аналогию, давайте разберем, где именно прячется опасность для вашего капитала. В инвестициях нет инструмента без риска, но риски бывают разными по своей природе, и главное — они бывают управляемыми и неуправ-

ляемыми.

Риск классической корпоративной облигации — это риск отдельного субъекта хозяйствования. Это так называемый идиосинкратический риск. Он уникален для каждой компании. Представьте, что вы купили облигации крупного строительного холдинга. Казалось бы, компания огромная, активов много. Но вот принимается решение о выходе на новый региональный рынок, которое оказывается фатальным. Или же происходит смена собственника, и новый владелец начинает выводить активы, нагружая компанию долгами. Или же просто случается пожар на ключевом производстве.

В корпоративном долге риск бинарен и концентрирован. Либо компания работает нормально и платит вам купоны, либо она сталкивается с кассовым разрывом и объявляет дефолт. В момент дефолта вы становитесь в очередь кредиторов вместе с банками, поставщиками и государством. И в этой очереди держатели облигаций часто оказываются не на первых позициях. Риск эмитента — это риск того, что единственный менеджер, совет директоров или внешнее обстоятельство уничтожит всю стоимость бизнеса. Вы не можете диверсифицировать этот риск внутри одного выпуска. Вы зависите от воли и обстоятельств одного юрлица.

Теперь посмотрите на риск пула активов в секьюритизации. Здесь вступает в силу один из самых мощных законов математики и статистики — закон больших чисел.

Пул ипотечных облигаций, выпускаемых, например, ДО-

М.РФ или крупными государственными банками, может состоять из 50 000, 100 000 или даже 500 000 отдельных кредитов, выданных разным людям в разных регионах страны. Это не один завод. Это полмиллиона семей.

Какова вероятность того, что все полмиллиона семей одновременно потеряют работу, перестанут платить по ипотекам и откажутся от заложенного жилья? Она стремится к абсолютному нулю. Да, всегда будет какой-то процент просрочек. Кто-то потеряет работу, кто-то разведется, кто-то столкнется с болезнью. Статистика неумолима: в любом крупном пуле всегда будет определенный уровень дефолтности, но этот уровень исторически предсказуем.

Банки и рейтинговые агентства десятилетиями изучают эту статистику. Они знают, что при текущем уровне безработицы и средних доходах населения, уровень просрочек в пуле не превысит, скажем, 2-3%. Более того, этот пул обеспечен залогом недвижимости. Если заемщик перестает платить, квартира не исчезает. Ее можно реализовать на торгах и покрыть убыток.

Риск пула — это статистический риск. Он не зависит от глупости одного менеджера. Он зависит от макроэкономических факторов: уровня безработицы, инфляции, реальных доходов населения. Но поскольку пул огромен и диверсифицирован географически и социально, эти факторы сглаживаются.

Для рядового инвестора это означает колоссальное пре-

имущество. Покупая секьюритизированную бумагу, вы покупаете не «судьбу одного завода», а «статистическую вероятность поведения толпы». А толпа, как правило, ведет себя предсказуемо. Люди боятся потерять жилье и будут изыскивать любые возможности, чтобы платить по ипотеке, даже в периоды экономических турбулентностей.

Кроме того, в секьюритизации существует механизм субординированных траншей. Это когда облигации делятся на классы. Самые надежные (старшие транши) получают выплаты первыми. Если в пуле кто-то перестает платить, убытки сначала поглощают держатели младших, более рискованных траншей (которые обычно покупают сами банки или специализированные фонды, готовые рисковать ради высокой доходности). Ваш капитал, если вы покупаете старший транш, защищен от статистических просрочек внутри пула. Вы получаете свой денежный поток, даже если десять процентов заемщиков в пуле столкнулись с проблемами. В корпоративных облигациях такой защиты от внутренних проблем бизнеса не существует.

Таким образом, главная опасность корпоративного долга кроется в уязвимости единой системы управления и бизнес-модели. Главная опасность пула активов — это макроэкономический шок, способный одновременно ударить по миллионам кошельков. Но история показывает, что базовые обязательства населения перед банками, особенно обеспеченные недвижимостью, являются последним, от чего люди

отказываются. Риск пула — это риск стихии, но стихии, которую можно просчитать и застраховать. Риск эмитента — это риск человеческой ошибки или жадности, который просчитать практически невозможно.

Как работает принцип «обособления активов» простыми словами

Мы подошли к самому важному юридическому механизму, который делает секьюритизацию уникальным и, что критически важно для вас, безопасным инструментом. Этот механизм называется «обособление активов» или, на профессиональном языке, *bankruptcy remoteness* (защищенность от банкротства). Чтобы понять его ценность, давайте вернемся к классическим корпоративным облигациям и посмотрим, что происходит, когда компания-эмитент банкротится.

Допустим, вы купили облигации крупного ритейлера. Компания брала деньги на развитие сети, но не смогла адаптироваться к новым рыночным реалиям, потеряла долю рынка и оказалась не в состоянии обслуживать долг. Наступает дефолт, компания подает на банкротство. Что происходит с вашими деньгами? Они становятся частью общей конкурсной массы. Арбитражный управляющий начинает продавать всё: здания магазинов, складские комплексы, грузовики, бренд, остатки товаров на полках. Вы стоите в очереди вместе с банками, у которых компания брала кредиты, с

налоговой, которая ждет уплаты налогов, и с сотрудниками, которым не платили зарплату. Часто на держателей облигаций в этой очереди ничего не остается. Вы потеряли деньги, потому что активы компании были слишком тесно переплетены с ее долгами и операционной деятельностью.

Теперь представьте, что вы купили секьюритизированные облигации, обеспеченные ипотечными кредитами. Эмитентом этих облигаций выступает банк, который изначально выдал эти ипотеки. И вот случается страшное: этот банк банкротится. Отзывается лицензия, вводится временная администрация, банк рушится.

Инстинкт рядового инвестора кричит: «Всё пропало! Эмитент обанкротился, значит, мои облигации ничего не стоят!». Но именно здесь вступает в игру принцип обособления активов, который переворачивает эту логику с ног на голову.

В России для реализации этого механизма используется специальная юридическая конструкция — СФО (Специальное финансовое общество). Это не просто еще одна дочерняя компания банка. Это «сейф», «изолированный остров» или «бронированная капсула», созданная законом исключительно для целей секьюритизации.

Когда банк (оригинатор) решает выпустить секьюритизированные облигации, он не просто обещает платить из своих средств. Он продает пул ипотечных кредитов в это самое СФО. С юридической точки зрения, пул кредитов меня-

ет владельца. Он перестает быть имуществом банка. Он становится имуществом СФО.

Закон о секьюритизации в Российской Федерации жестко регламентирует статус СФО. У СФО нет и не может быть никакого другого имущества, кроме этого пула кредитов и денег, поступающих от заемщиков. СФО не может брать другие кредиты, не может выдавать другие займы, не может заниматься никакой иной деятельностью.

Теперь вернемся к сценарию банкротства банка-оригинатора. Поскольку пул кредитов уже принадлежит СФО, а не банку, этот пул не входит в конкурсную массу банка. Кредиторы банка, арбитражный управляющий, государственные органы — никто из них не имеет права претендовать на ипотечный пул. Этот пул надежно заперт в «бронированной капсуле» СФО.

Что происходит дальше? Заемщики, которые брали ипотеку, продолжают платить. Они могут даже не заметить, что их первоначальный кредитор обанкротился. Платежи продолжают поступать на специальные счета, обслуживаемые СФО. И из этих поступлений СФО продолжает выплачивать купоны и номинал вам, инвестору. Банкротство банка-оригинатора не останавливает денежный поток. Более того, СФО может нанять другого сервисера (другой банк), который будет технически обрабатывать платежи и работать с задолженностями, но сам пул активов и деньги на счетах останутся нетронутыми.

Этот принцип абсолютно немыслим в классических корпоративных облигациях. Невозможно отделить один цех завода от завода и сказать, что в случае банкротства завода цех продолжит работать и платить по долгам. Активы завода всегда являются обеспечением всех его кредиторов. В секьюритизации активы искусственно и на законных основаниях вырываются из общей массы и помещаются под стеклянный колпак.

Для вас, как для инвестора, формирующего портфель для стабильного денежного потока, это означает высочайший уровень защиты. Вы можете спать спокойно, даже если новости кричат о проблемах в банковском секторе или о санации крупного финансового института. Если вы владеете секьюритизированной бумагой, выпущенной через СФО, ваши права на денежный поток защищены от катастроф, происходящих с компанией, которая этот поток изначально создала.

Именно принцип защищенность от банкротства превращает секьюритизацию из «еще одного корпоративного долга» в инструмент, который по уровню юридической защиты приближается к государственным бумагам, но при этом сохраняет привлекательную доходность. Вы покупаете не обещания банка, вы покупаете права на деньги, которые уже принадлежат вам, но находятся в надежном хранилище, ключи от которого есть только у закона и у держателей облигаций. Понимание этого механизма снимает главный психологический барьер: страх того, что «банк разорится, и мои

деньги сторят». В секьюритизации деньги не сторают, они продолжают течь по своему изолированному руслу.

Разница в доходности: почему секьюритизация часто дает премию к ОФЗ и корпоратам

Один из первых вопросов, который возникает у рядового инвестора при взгляде на биржевой стакан: почему облигации с ипотечным покрытием или другие секьюритизированные бумаги часто торгуются с премией к аналогичным по рейтингу корпоративным облигациям? Казалось бы, логика должна быть обратной. Мы только что выяснили, что секьюритизация — это более защищенный инструмент, с обособленными активами, с диверсифицированным пулом, с механизмами субординации. Разве более надежный актив не должен стоить дороже, а значит, давать меньшую доходность?

На первый взгляд это парадокс, но на самом деле премия, которую вы получаете, покупая секьюритизированные бумаги, — это не подарок рынка. Это плата за вашу «неосведомленность» и за структурные особенности этого сегмента. Давайте разберем, из чего складывается эта дополнительная доходность и почему она является устойчивой, а не случайной аномалией.

Первая и самая важная причина — это **премия за сложность и непонимание**. Рынок облигаций в России, особенно для частного инвестора, исторически формировался во-

круг двух полюсов: ОФЗ (облигации федерального займа) и корпоративных облигаций крупных, известных компаний. Все привыкли к этой картине мира. Когда на рынке появляется инструмент, который требует чуть большего погружения в механику, которая не лежит на поверхности, рынок автоматически назначает ему дополнительную премию за неликвидность и непонятность. Это классическая поведенческая экономика: люди боятся того, чего не понимают, и требуют компенсации за этот страх.

Секьюритизация в России — это все еще нишевый продукт. Доля таких бумаг в общем объеме биржевого долга невелика. Большинство частных инвесторов просто не знают об их существовании, а те, кто знают, часто не понимают, как их анализировать. В результате спрос на эти бумаги со стороны «розницы» ограничен. А где ограничен спрос — там выше доходность. Вы, как инвестор, получаете премию за то, что готовы потратить час времени на чтение проспекта эмиссии и понимание структуры пула. Это та самая плата за вашу финансовую грамотность, о которой так много говорят, но которая на практике встречается нечасто.

Вторая причина — это **премия за неопределенность в части сервиса**. В корпоративных облигациях всё просто: есть эмитент, есть его финансовый директор, есть его инвесторские отношения. Вы можете позвонить в отдел по работе с инвесторами, задать вопросы, прийти на день облигационера. В секьюритизации структура сложнее: есть оригина-

тор (банк, выдавший кредиты), есть СФО (эмитент бумаг), есть сервисер (тот, кто работает с заемщиками), есть агент по обеспечению, есть представители держателей облигаций.

Эта размытость ответственности пугает часть инвесторов. Кто будет отвечать, если что-то пойдет не так? Кому звонить? Кто будет защищать мои интересы? Эта институциональная неопределенность также закладывается в цену бумаги в виде дополнительной доходности. Вы получаете больше денег за то, что берете на себя риск работы с более сложной юридической конструкцией.

Третья причина — это **структурная неэффективность ценообразования**. Крупные институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании, крупные УК) часто имеют внутренние мандаты, которые ограничивают их в покупке секьюритизированных бумаг. Либо их инвестиционный комитет просто не одобряет этот класс активов, либо нормативные требования делают его менее привлекательным. В результате основной пул капитала, который мог бы скупать эти бумаги и снижать их доходность, остается в стороне. На рынке остаются в основном специализированные фонды и наиболее продвинутые частные инвесторы. Спрос искусственно сдержан — доходность остается повышенной.

Четвертая причина — это **премия за макроэкономическую неопределенность**, специфичную для пула. Когда вы покупаете корпоративную облигацию, вы оцениваете бизнес компании. Когда вы покупаете секьюритизацию, вы оцени-

ваете поведение миллионов заемщиков в условиях меняющейся экономики. В России, с её циклической экономикой, с резкими движениями ключевой ставки ЦБ, с периодами инфляционных шоков, поведение розничных заемщиков может быть менее предсказуемым, чем в странах с устоявшейся финансовой историей.

Например, в период резкого роста ключевой ставки, когда ипотечные платежи для населения с плавающей ставкой (или для тех, кто рефинансирует старые долги под новый высокий процент) становятся тяжелыми, статистика просрочек может временно ухудшиться. Рынок закладывает этот риск в цену секьюритизированных бумаг, даже если исторически российские заемщики демонстрировали удивительную дисциплину в обслуживании ипотечных долгов.

Пятая причина — это **премия за низкую ликвидность вторичного рынка**. Мы подробнее поговорим об этом в одном из следующих разделов, но важно понимать: секьюритизированные бумаги на российском рынке часто торгуются реже, чем голубые фишки корпоративного долга. Если вам срочно понадобятся деньги, вы можете столкнуться с тем, что спред между покупкой и продажей будет шире, чем по привычным корпоратам. Эта потенциальная сложность с быстрой продажей также компенсируется более высокой доходностью к погашению.

Теперь давайте посмотрим на эту премию с практической стороны. Что она означает для вас, рядового инвестора?

Представьте, что на текущем рынке (условно, при ключевой ставке ЦБ в районе 16-18%) ОФЗ дают доходность 16%, корпоративные облигации рейтинга АА — 17-18%, а секьюритизированные бумаги с ипотечным покрытием, выпущенные тем же государственным банком через СФО, предлагают 18,5-19,5%. Разница в 1-2 процентных пункта на горизонте 5-7 лет, при реинвестировании купонов, дает существенную прибавку к конечному капиталу.

Важно понимать: эта премия не является «бесплатными деньгами», это справедливая плата за:

- вашу готовность разобраться в более сложном инструменте;
- вашу готовность держать бумагу до погашения, не рассчитывая на быструю продажу;
- вашу готовность принять на себя специфические риски пула (макроэкономические, поведенческие);
- вашу готовность работать с менее ликвидным сегментом рынка.

Для инвестора, который строит портфель для получения стабильного денежного потока на годы вперед, эта премия — настоящий подарок. Вы не торгуете каждый день, вам не нужна мгновенная ликвидность. Вам важен предсказуемый купон и возврат номинала. И секьюритизация, при всей её сложности, предлагает вам за это дополнительную плату.

Более того, в периоды макроэкономических кризисов, когда корпоративные спреды расширяются (то есть доходности

корпоратов резко растут из-за паники), секьюритизированные бумаги часто ведут себя более устойчиво. Потому что их доходность привязана не к настроению рынка по отношению к конкретной компании, а к реальной способности миллионов заемщиков обслуживать свои долги. А эта способность, как правило, оказывается более устойчивой, чем кажется в момент паники.

Таким образом, премия к доходности в секьюритизации — это не аномалия, а устойчивая характеристика этого сегмента рынка. Она существует потому, что инструмент сложный, нишевый, с неочевидной структурой. И пока большинство инвесторов продолжает бояться того, чего не понимает, эта премия будет сохраняться. Для вас, как для вдумчивого частного инвестора, это возможность получать больше, не принимая на себя пропорционально больших рисков.

Влияние финансового здоровья компаний-оригинатора на вашу бумагу

Здесь мы подходим к одному из самых тонких и важных моментов, который часто упускают даже опытные инвесторы, впервые знакомящиеся с секьюритизацией. С одной стороны, мы уже разобрались, что принцип защищенность от банкротства защищает ваш пул активов от банкротства originатора. С другой стороны, было бы наивно полагать, что originатор вообще не имеет значения. Давайте разберемся,

в чем именно заключается это влияние и как его учитывать при построении портфеля.

Начнем с того, что такое оригинатор в контексте секьюритизации. Оригинатор — это компания (чаще всего банк), которая изначально создала активы. Выдала ипотечные кредиты населению, выдала автокредиты, профинансировала малый бизнес, предоставила лизинговые платежи. Затем оригинатор продает эти активы в СФО, которое выпускает под них облигации.

Формально, после продажи пула, оригинатор больше не является владельцем этих кредитов. Они принадлежат СФО. Но на практике оригинатор продолжает играть критически важную роль в жизни вашего инвестиционного продукта. И вот почему.

Первая и самая очевидная роль оригинатора — это роль сервисера. В подавляющем большинстве случаев именно оригинатор продолжает обслуживать пул кредитов после его продажи в СФО. Он принимает платежи от заемщиков, ведет их учет, работает с просрочками, занимается взысканием, проводит реструктуризации. Это происходит потому, что у оригинатора уже есть вся инфраструктура: колл-центры, IT-системы, отделения, сотрудники, отлаженные бизнес-процессы. Создавать всё это с нуля для СФО было бы неэффективно.

Что это означает для вас? Если оригинатор сталкивается с операционными проблемами — например, у него пада-

ет ИТ-система, происходит сбой в процессинге платежей, начинаются проблемы с персоналом — это может отразиться на качестве обслуживания пула. Платежи от заемщиков могут задерживаться, работа с просрочками может вестись менее эффективно, качество взыскания может упасть. Всё это напрямую влияет на денежный поток, который поступает в СФО и далее к вам, инвестору.

Даже если юридически пул обособлен, операционная зависимость от originатора остается. Поэтому финансовое и операционное здоровье originатора — это не просто абстрактная цифра в рейтинге. Это показатель того, насколько качественно будет обслуживаться ваш пул активов.

Вторая роль originатора — это репутационная и неявная поддержка. Давайте будем реалистами: в российской практике, особенно когда речь идет о крупных государственных банках или системообразующих финансовых институтах, существует негласное понимание, что originатор не допустит дефолта по своим секьюритизированным выпускам. Это не юридическое обязательство, не гарантия по закону. Это репутационное обязательство.

Если крупный банк, который является originатором, допустит дефолт по своим секьюритизированным бумагам (даже если юридически он мог бы этого избежать), это станет катастрофой для его репутации на рынке капитала. Банк больше не сможет выпускать секьюритизированные бумаги, его стоимость фондирования резко вырастет, доверие ин-

весторов будет подорвано. Поэтому в случае, если в пуле возникают временные трудности, оригинатор часто берет на себя дополнительные обязательства: выкупает проблемные кредиты из пула, предоставляет ликвидность СФО, усиливает работу по взысканию.

Это означает, что на практике финансовое здоровье оригинатора напрямую влияет на вероятность того, что он будет готов и способен поддержать пул в трудную минуту. Слабый оригинатор, который сам находится под давлением, может просто не иметь ресурсов для такой поддержки. Сильный оригинатор с запасом капитала и ликвидности с большей вероятностью «прикроет» свой секьюритизированный выпуск.

Третья роль оригинатора — это качество первоначального андеррайтинга. Это, пожалуй, самый важный аспект. Оригинатор — это тот, кто изначально отбирал заемщиков в пул. От того, насколько качественно была проведена эта работа, зависит вся дальнейшая судьба вашего инвестиционного продукта.

Если оригинатор в погоне за объемом выдал кредиты заемщикам с сомнительной платежеспособностью, если он не проверял доходы, если он завышал оценку залога — всё это проявится в будущем. Пул будет показывать высокую просрочку, дефолтность, и даже механизм субординации может не спасти старшие транши.

Финансовое здоровье оригинатора здесь работает как ин-

дикатор его бизнес-модели. Здоровый банк с консервативной риск-политикой, с адекватными резервами, с качественным менеджментом будет тщательно отбирать заемщиков в пул. Он не будет рисковать своей репутацией ради сиюминутной выгоды. Слабый оригинатор, наоборот, может использовать секьюритизацию как способ «сплавить» плохие активы наивным инвесторам.

Именно поэтому при анализе секьюритизированной бумаги вы должны смотреть не только на характеристики пула, но и на оригинатора. Какой у него рейтинг? Какая у него репутация на рынке? Как он вел себя в предыдущих кризисах? Насколько консервативна его кредитная политика?

Четвертая роль оригинатора — это его способность выступать в роли «последней инстанции» при рефинансировании или замене активов. В некоторых структурах секьюритизации предусмотрена возможность замены активов в пуле (например, если какие-то кредиты досрочно погашаются). Оригинатор часто имеет право или обязанность предоставлять новые активы взамен выбывших. Если оригинатор слаб и не может генерировать новые качественные кредиты, пул начинает «высыхать», и это влияет на денежный поток.

Пятая роль — это макроэкономическая устойчивость бизнес-модели оригинатора. Если оригинатор — это банк, который специализируется на ипотеке, и он переживает период, когда рынок ипотеки сжимается (из-за высоких ставок, из-за отмены льготных программ), это может повлиять на

его способность поддерживать существующие секьюритизированные выпуски. С другой стороны, если оригинатор — это крупный универсальный банк с диверсифицированной бизнес-моделью, он с большей вероятностью пройдет через любые макроэкономические шоки.

Теперь давайте переведем всё это на язык практических решений для рядового инвестора.

Когда вы выбираете между двумя секьюритизированными бумагами с похожими характеристиками пула, но разными оригинаторами, выбирайте того оригинатора, который:

- имеет более высокий кредитный рейтинг (желательно на уровне А и выше);
- является системообразующим или государственным банком;
- имеет длинную историю работы на рынке секьюритизации;
- не имел прецедентов дефолтов по своим секьюритизированным выпускам;
- демонстрирует консервативную кредитную политику в отношении заемщиков.

В российских реалиях это часто означает, что бумаги, выпущенные через СФО крупных государственных банков (Сбербанк, ВТБ, ДОМ.РФ, Альфа-Банк и ряд других), будут предпочтительнее, чем бумаги, выпущенные небольшими или неизвестными оригинаторами. Премия к доходности, которую могут предлагать последние, не компенсирует тех

рисков, которые вы берете на себя.

Важно также понимать, что оригинатор — это не только банк. В некоторых случаях оригинатором может быть лизинговая компания, факторинговая компания, даже нефинансовая корпорация (если она секьюритизирует, например, дебиторскую задолженность или будущие денежные потоки). В таких случаях анализ оригинатора становится еще более критичным, потому что стандарты андеррайтинга и регулирования могут быть ниже, чем в банковском секторе.

Для вашего портфеля, нацеленного на стабильный денежный поток, оригинатор должен быть таким же надежным, как и сам пул активов. Если вы не уверены в оригинаторе — лучше отказаться от бумаги, даже если она предлагает высокую доходность. Помните: в секьюритизации вы покупаете не только активы, но и историю отношений оригинатора с рынком капитала. Эта история стоит не меньше, чем цифры в проспекте эмиссии.

Сравниваем залоги: недвижимость в пуле против имущества завода-эмитента

Один из ключевых вопросов, который возникает у частного инвестора при сравнении секьюритизации и корпоративных облигаций: «А что будет, если всё пойдет не так? На что я могу рассчитывать в случае дефолта?» Ответ на этот вопрос кроется в природе залога, который обеспечивает ва-

ши деньги. И здесь между секьюритизацией и классическим корпоративным долгом лежит пропасть.

Начнем с классических корпоративных облигаций. Когда компания выпускает облигации, она часто предоставляет обеспечение. Это может быть залог имущества (оборудование, недвижимость, транспорт), залог акций дочерних компаний, залог товаров в обороте, а также поручительства материнских структур или собственников. На первый взгляд, залог — это хорошо. Это дает инвестору чувство защищенности: «Если компания не заплатит, я заберу её завод и продам».

Но на практике всё оказывается гораздо сложнее. Залог имущества завода — это часто «мертвый» залог. Давайте разберем, почему.

Первая проблема — это специализированность активов. Представьте себе завод, который производит специфическое химическое оборудование. Его станки, его производственные линии, его технологические установки спроектированы под конкретный продукт. Если завод обанкротится, кто купит это оборудование? Другие производители химического оборудования? Может быть. Но скорее всего, они купят его по цене металлолома, потому что их собственные линии уже настроены под их технологию, и чужое оборудование им не нужно.

Ликвидность специализированного промышленного оборудования крайне низка. То, что на балансе компании мо-

жет числиться как актив стоимостью в миллиард рублей, в реальности на торгах может быть продано за 10-20% от этой суммы. Вы, как держатель облигаций, получите копейки, даже если формально у вас был залог.

Вторая проблема — это износ и моральное устаревание. Пока идет процедура банкротства (а в России она может длиться годами), оборудование продолжает стареть. Технологии уходят вперед, и то, что было современным активом 5 лет назад, сегодня может быть никому не нужно. Залог теряет стоимость прямо на ваших глазах, и вы не можете ничего с этим сделать.

Третья проблема — это обременения и очередность. Залог имущества завода часто не является единственным. У компании могут быть кредиты в банках, которые также обеспечены этим имуществом. Более того, банки часто имеют «первый залог», а держатели облигаций — «второй» или «последующий». В случае банкротства сначала удовлетворяются требования первых залоговых кредиторов, и только то, что останется, переходит к вам. А остается, как правило, очень мало.

Четвертая проблема — это юридические риски. Процедура реализации залога в России сопряжена с огромным количеством юридических тонкостей. Залоговое имущество может быть оспорено другими кредиторами, может быть арестовано в рамках других судебных процессов, может быть предметом споров между собственниками. Пока идут все

эти разбирательства, актив простаивает, теряет стоимость, требует расходов на хранение и обслуживание.

Пятая проблема — это проблема управления. Кто будет управлять заводом в период банкротства? Арбитражный управляющий, который часто не имеет квалификации для управления специфическим производством? Работники, которым не платят зарплату и которые саботируют процесс? Контрагенты, которые отказываются поставлять сырье? Залог в виде действующего предприятия — это не просто актив, это живой организм, который требует постоянного управления. Без этого управления он быстро умирает.

Теперь посмотрим на залог в секьюритизации. Здесь мы имеем дело с принципиально иной природой обеспечения.

В большинстве российских секьюритизаций пул активов — это ипотечные кредиты, обеспеченные жилой недвижимостью. Это могут быть квартиры в многоквартирных домах, реже — индивидуальные жилые дома. И вот здесь начинается фундаментальное отличие.

Первое отличие — это стандартизация и ликвидность. Квартира в Москве, в Казани, в Новосибирске — это понятный, стандартизированный актив. Существует огромный вторичный рынок жилья. Существуют агентства недвижимости, риелторы, оценщики, которые ежедневно работают с этими объектами. Если вам придется реализовать квартиру (в случае дефолта заемщика), вы сможете сделать это относительно быстро и по цене, близкой к рыночной.

Ликвидность жилой недвижимости в крупных российских городах в разы выше, чем ликвидность специализированного промышленного оборудования. Это не значит, что продать квартиру легко — это всё равно требует времени и усилий. Но это несопоставимо проще, чем продать заводской цех.

Второе отличие — это устойчивость стоимости. Жилая недвижимость в России, особенно в крупных городах, исторически демонстрирует устойчивость к кризисам. Да, в моменты острых шоков цены могут временно падать. Но в долгосрочной перспективе недвижимость растет вместе с инфляцией и сохраняет свою реальную стоимость. Это не быстрознашающееся оборудование, которое через 10 лет превращается в металлолом. Квартира — это актив, который может служить десятилетиями.

Более того, в России существует важный фактор: исторически сложившийся дефицит качественного жилья в крупных городах. Это создает естественную поддержку для цен на недвижимость, даже в периоды экономических турбулентностей. Люди всегда будут нуждаться в жилье, и этот базовый спрос поддерживает ликвидность залога.

Третье отличие — это диверсификация залога. В пуле ипотечных облигаций могут быть десятки тысяч квартир, расположенных в разных регионах, разных ценовых сегментах, разных типах домов. Если в одном регионе случится локальный экономический спад, это не обрушит весь пул. Ес-

ли в одном доме упадут цены, это компенсируется стабильностью в других домах.

В корпоративных облигациях залог, как правило, сконцентрирован. Завод стоит в одном месте, оборудование находится в одном цеху. Локальный шок (экологическая катастрофа, закрытие градообразующего предприятия, изменение транспортной логистики) может обрушить стоимость всего залога.

Четвертое отличие — это прозрачность оценки. Стоимость квартиры можно относительно легко проверить. Существуют открытые базы данных по сделкам, онлайн-оценщики, риелторские отчеты. Вы, как инвестор, можете самостоятельно прикинуть, насколько адекватна оценка залога в пуле.

Стоимость специализированного промышленного оборудования оценить крайне сложно. Для этого нужны узкие эксперты, которые берут за свою работу большие деньги. И даже их оценка будет носить во многом субъективный характер. Вы, как рядовой инвестор, просто не сможете проверить адекватность залога в корпоративных облигациях.

Пятое отличие — это психология заемщика. Это, возможно, самый важный аспект, о котором часто забывают. Человек, который взял ипотеку на квартиру, будет до последнего платить по кредиту. Потому что он понимает: если он перестанет платить, он потеряет крышу над головой. Квартира — это не просто актив, это базовая потребность, это дом, это

семья.

Человек, который работает на заводе, и завод которого является залогом по облигациям, не имеет такой личной мотивации. Ему всё равно, что будет с заводом. Он не будет изыскивать последние ресурсы, чтобы спасти предприятие. Более того, в случае кризиса работники могут сами стать источником проблем: бастовать, саботировать работу, требовать выплаты зарплат в ущерб кредиторам.

В секьюритизации каждый из десятков тысяч заемщиков лично заинтересован в том, чтобы платить по своему кредиту. Это создает уникальную устойчивость денежного потока, которой нет в корпоративном долге.

Шестое отличие — это государственная поддержка. В России ипотечный рынок находится под пристальным вниманием государства. Существуют программы субсидирования ставок, программы поддержки заемщиков, оказавшихся в трудной жизненной ситуации, программы рефинансирования. Государство заинтересовано в том, чтобы ипотечный рынок работал стабильно, потому что это вопрос социальной стабильности.

В случае с корпоративным долгом государство может поддерживать системообразующие предприятия, но это поддержка акционеров и работников, а не обязательно держателей облигаций. Часто в процессе санации предприятия интересы держателей облигаций оказываются ущемлены.

Теперь давайте подведем практические выводы для ваше-

го портфеля.

Когда вы выбираете между корпоративной облигацией с залогом имущества и секьюритизированной бумагой с пулом ипотечных кредитов, вы должны понимать, что эти залоговые инструменты несопоставимы по своей природе. Залог недвижимости в пуле — это живой, ликвидный, диверсифицированный, устойчивый актив, который поддерживается психологией миллионов заемщиков и государственной политикой. Залог имущества завода — это часто «мертвый», неликвидный, концентрированный актив, который зависит от конъюнктуры конкретного рынка и может обесцениться в любой момент.

Это не значит, что корпоративные облигации с залогом всегда плохи. Есть компании, у которых залог действительно качественный (например, современная коммерческая недвижимость в крупных городах, ликвидный транспорт, товары в обороте под надежным контролем). Но в среднем, по статистике, залог в секьюритизации работает лучше, чем залог в корпоративном долге.

Для инвестора, который строит портфель для стабильного денежного потока, это означает, что секьюритизированные бумаги предлагают более надежную «подушку безопасности» в случае кризиса. Даже если денежный поток из пула временно нарушится, вы можете рассчитывать на то, что залог в виде недвижимости сохранит свою стоимость и может быть реализован с минимальными потерями. В корпоративном долге такой уверенности у вас нет.

Прозрачность: почему пул кредитов рассмотреть сложнее, чем баланс завода

Мы подошли к одному из самых болезненных вопросов для рядового инвестора, который только начинает знакомиться с секьюритизацией. Если всё так хорошо — обособленные активы, диверсифицированный пул, надежный залог — то почему этот инструмент не стал мейнстримом? Почему он остается нишевым? Ответ кроется в проблеме прозрачности. И здесь мы должны быть честными: секьюритизация действительно сложнее для анализа, чем классические корпоративные облигации. Но эта сложность преодолима, если понимать, куда смотреть.

Начнем с того, как устроена прозрачность в классических корпоративных облигациях. Когда компания выпускает облигации, она раскрывает свою финансовую отчетность по МСФО (международным стандартам финансовой отчетности) или по РСБУ (российским стандартам). Вы, как инвестор, можете открыть баланс компании, посмотреть на её активы, обязательства, капитал. Вы можете открыть отчет о финансовых результатах и посмотреть на выручку, прибыль, EBITDA. Вы можете открыть отчет о движении денежных средств и понять, откуда приходят деньги и куда они уходят.

Эти документы стандартизированы. Они составляются по единым правилам. Существуют сотни аналитиков, кото-

рые умеют читать эту отчетность. Существуют рейтинговые агентства, которые на основе этой отчетности присваивают компании кредитный рейтинг. Существуют финансовые порталы, которые в удобной форме представляют эти данные.

Даже если вы не профессиональный аналитик, вы можете посмотреть на ключевые показатели: долг/EBITDA, чистый долг/EBITDA, процентное покрытие, рентабельность. Вы можете сравнить эти показатели с показателями других компаний в отрасли. Вы можете понять, насколько компания закредитована, насколько она прибыльна, насколько эффективно она управляет своими деньгами.

Это не значит, что анализ корпоративной отчетности прост. Компании могут манипулировать отчетностью, могут скрывать реальные обязательства, могут использовать сложные бухгалтерские схемы. Но сама система раскрытия информации отработана десятилетиями. Вы знаете, где искать данные, и вы знаете, как их интерпретировать.

Теперь посмотрим на секьюритизацию. Здесь картина радикально иная.

Пул кредитов, который составляет основу секьюритизированной бумаги, — это не финансовая отчетность в привычном смысле. Это набор из десятков, сотен, тысяч отдельных договоров с заемщиками. Каждый договор имеет свои условия: свою ставку, свой срок, свою сумму, свою историю платежей. И вся эта масса данных должна быть как-то агре-

гирована, чтобы инвестор мог понять, что он покупает.

Проблема в том, что стандарты раскрытия информации по пулам в России только формируются. Если на Западе (в США, в Европе) существуют детальные требования к тому, какая информация о пуле должна быть раскрыта, и в каком формате, то в России эта практика еще не стала универсальной.

Что вы обычно видите в проспекте эмиссии секьюритизированной бумаги?

Во-первых, агрегированные характеристики пула: общий объем, средний размер кредита, средний срок до погашения, средняя ставка, географическое распределение, распределение по срокам просрочки. Это полезно, но недостаточно. Вы видите «среднюю температуру по больнице», но не видите, как эта температура распределена по отдельным заемщикам.

Во-вторых, историческую статистику поведения похожих пулов. Оригинатор может предоставить данные о том, как вели себя аналогичные пулы в прошлом: какой был уровень дефолтности, какой уровень досрочного погашения, какой уровень потерь при реализации залога. Это ценная информация, но она носит ретроспективный характер. Прошрое не всегда повторяется.

В-третьих, стресс-тесты и сценарный анализ. Эмитент может показать, как будет вести себя пул в различных макроэкономических сценариях: при росте безработицы, при падении цен на недвижимость, при росте ключевой ставки. Это

полезно, но сценарии выбирает сам эмитент, и он, естественно, выбирает не самые пессимистичные.

И вот здесь начинается главная проблема. Вы, как рядовой инвестор, не можете самостоятельно проверить качество каждого кредита в пуле. Вы не можете позвонить каждому заемщику и спросить, как у него дела. Вы не можете посмотреть на каждую квартиру и оценить её реальную стоимость. Вы вынуждены доверять агрегированным данным, которые предоставляет эмитент.

Это создает несколько проблем.

Первая проблема — это проблема «черного ящика». Вы видите входные данные (параметры пула) и выходные данные (обещанную доходность). Но что происходит внутри — как именно отбирались заемщики, насколько качественно велась работа с просрочками, насколько адекватна оценка залога — вы не знаете. Вы должны доверять оригинатору и сервису.

Вторая проблема — это проблема изменения состава пула. Пул — это не статичный набор кредитов. Заемщики досрочно погашают кредиты (особенно в периоды высоких ставок, когда они рефинансируют свои долги). Заемщики допускают просрочки и дефолты. Кредиты выбывают из пула, и их место занимают новые (если предусмотрена такая возможность). Вы не можете отследить эти изменения в реальном времени. Вы получаете отчетность раз в квартал, и к моменту, когда вы её читаете, пул уже может быть другим.

Третья проблема — это проблема качества данных. Оригинатор, который формирует пул, заинтересован в том, чтобы показать его в лучшем свете. Он может использовать методики отбора, которые максимизируют объем пула в ущерб качеству. Он может применять оптимистичные методики оценки залога. Он может недооценивать уровень будущих просрочек. Вы, как внешний инвестор, не можете это проверить.

Четвертая проблема — это проблема понимания структурных особенностей. Секьюритизированная бумага часто имеет сложную структуру траншей, механизмов распределения денежных потоков, триггеров и ковенант. Чтобы понять, как именно ваши деньги будут защищены в различных сценариях, нужно глубоко погрузиться в юридическую и финансовую механику выпуска. Это требует времени и квалификации, которых у рядового инвестора часто нет.

Пятая проблема — это проблема сравнимости. Два выпуска секьюритизированных бумаг могут выглядеть похоже на первый взгляд, но иметь принципиально разные характеристики пулов. Один пул может состоять из ипотеки в Москве и Санкт-Петербурге, другой — из ипотеки в регионах. Один пул может иметь средний LTV (loan-to-value, соотношение кредита к стоимости залога) 70%, другой — 90%. Эти различия критичны, но без глубокого анализа их не увидеть.

Теперь давайте посмотрим на это с практической стороны. Означает ли всё вышесказанное, что секьюритизация —

это «кот в мешке», и что вам лучше держаться от неё подальше?

Нет, не означает. Но это означает, что вы должны изменить свой подход к анализу.

В корпоративных облигациях вы анализируете компанию. В секьюритизации вы анализируете три вещи:

1. Оригинатора (его репутацию, его кредитную политику, его операционные возможности).

2. Структуру выпуска (транши, механизмы защиты, роли участников).

3. Агрегированные характеристики пула (с акцентом на ключевые метрики: LTV, география, история просрочек).

Вам не нужно (и вы не сможете) анализировать каждый кредит в пуле. Вам нужно понять, насколько качественна система, которая этот пул создала и обслуживает.

Для рядового инвестора это означает несколько практических правил.

— Правило первое: выбирайте бумаги, выпущенные крупными, известными оригинаторами. Чем больше репутационный капитал оригинатора на кону, тем выше качество его работы с пулом.

— Правило второе: отдавайте предпочтение старшим траншам. Старший транш получает выплаты первым и защищен от убытков субординированными траншами. Даже если качество пула окажется ниже ожидаемого, старший транш пострадает в последнюю очередь.

— Правило третье: смотрите на ключевые метрики пула. LTV (соотношение кредита к стоимости залога) должен быть разумным (в идеале не выше 80-85%). География должна быть диверсифицированной (не только один регион). История просрочек по аналогичным пулам originатора должна быть стабильной и предсказуемой.

— Правило четвертое: читайте отчеты агента по обеспечению и представителя держателей облигаций. Эти документы публикуются регулярно и содержат информацию о реальном состоянии пула. Они написаны сухим юридическим языком, но в них есть вся важная информация: уровень просрочек, уровень досрочных погашений, состояние залога.

— Правило пятое: не пытайтесь объять необъятное. Если вам не хватает квалификации для глубокого анализа секьюритизированной бумаги — не стесняйтесь обращаться к профессионалам. Существуют специализированные фонды, которые инвестируют в секьюритизацию и делятся своей экспертизой. Существуют рейтинговые агентства, которые присваивают рейтинги таким бумагам. Используйте эти ресурсы.

Прозрачность в секьюритизации — это не абсолютная категория. Это относительная категория. Она хуже, чем в корпоративных облигациях, но она существует. И если вы готовы потратить время на понимание структуры, на чтение отчетов, на анализ ключевых метрик, вы сможете принимать обоснованные инвестиционные решения.

Более того, важно понимать, что проблема прозрачности постепенно решается. Российский рынок секьюритизации развивается, регулятор (ЦБ РФ) ужесточает требования к раскрытию информации, участники рынка понимают, что прозрачность — это конкурентное преимущество. Бумаги, которые раскрывают больше информации о пуле, пользуются большим доверием инвесторов и торгуются с меньшей премией к доходности.

Для вас, как для инвестора, это означает, что барьер входа в секьюритизацию постепенно снижается. То, что еще 5-10 лет назад было доступно только институциональным инвесторам с армиями аналитиков, сегодня становится доступным и для частных лиц. Нужно только быть готовым учиться и не бояться сложности.

В конечном счете, прозрачность — это не только про данные. Это про доверие. Вы доверяете оригинатору, вы доверяете структуре, вы доверяете регулятору. И если это доверие обосновано — если оригинатор надежен, структура прозрачна, регулятор бдителен — то проблема прозрачности перестает быть критической. Вы получаете доступ к уникальному классу активов, который при правильном подходе может стать основой вашего стабильного денежного потока.

Ликвидность на бирже: где чаще встречаются «случайные» покупатели

Мы подошли к одному из самых прагматичных вопросов, который волнует любого частного инвестора, особенно того, кто не может позволить себе заморозить капитал на неопределенный срок. Это вопрос ликвидности — способности быстро и без существенных потерь превратить вашу бумагу обратно в живые деньги на вашем брокерском счете. И здесь между секьюритизированными облигациями и классическим корпоративным долгом существует фундаментальное различие, которое нужно понимать до того, как вы нажмете кнопку «купить».

Начнем с того, что такое ликвидность на практике. Это не абстрактное понятие из учебника финансов. Это конкретная цифра, которую вы видите в биржевом стакане. Это разница между ценой, по которой кто-то готов купить бумагу прямо сейчас (bid), и ценой, по которой кто-то готов её продать (ask). Это количество бумаг, которое можно продать за один день, не обвалив цену. Это время, за которое ваша заявка на продажу исполнится по рыночной цене.

В мире классических корпоративных облигаций, особенно если речь идет о крупных эмитентах первого-второго эшелона (Сбербанк, Газпром, МТС, Лукойл, крупные ритейлеры), ликвидность может быть очень высокой. По некото-

рым выпускам обороты торгов исчисляются сотнями миллионов и даже миллиардами рублей в день. В стакане стоят десятки, а то и сотни заявок на покупку и продажу с минимальным спредом. Вы можете продать облигации на миллион рублей за секунды, и цена практически не пострадает.

Почему так происходит? Потому что эти бумаги находятся в портфелях сотен тысяч частных инвесторов, тысяч фондов, десятков маркет-мейкеров. Они включены в различные индексы, по ним торгуют алгоритмы, их используют как залог в сделках РЕПО. Это живой, дышащий рынок, где всегда есть «случайные» покупатели — те, кто зашел просто припарковать деньги на пару дней, кто реагирует на новости, кто ребалансирует свой портфель.

Теперь посмотрим на рынок секьюритизированных бумаг в России. Картина здесь принципиально иная, и это нужно принять как данность.

Секьюритизированные облигации — это инструмент с низкой и даже очень низкой ликвидностью на вторичном рынке. По большинству выпусков ежедневные обороты могут составлять от нуля до нескольких миллионов рублей. В стакане часто стоит одна-две заявки, а спред между покупкой и продажей может достигать 2-5% от номинала, а в моменты паники — и всех 10%.

Почему так происходит? Причин несколько, и все они объективны.

Первая причина — это узкая база держателей. Секьюри-

тизированные бумаги в России преимущественно находятся в портфелях институциональных инвесторов — пенсионных фондов, страховых компаний, крупных банков, специализированных фондов. Частных инвесторов, которые понимают этот инструмент и готовы его покупать, очень мало. Мы уже говорили о премии за сложность — эта премия во многом является платой именно за низкую ликвидность.

Вторая причина — это стратегия «купил и держи». Те, кто покупает секьюритизированные бумаги, как правило, покупают их надолго. Это инструмент для получения стабильного денежного потока на годы вперед, а не для спекуляций. Держатели не продают эти бумаги, потому что они приносят предсказуемый купон. В результате на рынке остается очень мало «свободных» бумаг, которые можно купить или продать.

Третья причина — это отсутствие маркет-мейкеров. В корпоративных облигациях крупных эмитентов часто есть маркет-мейкеры — брокеры или сами эмитенты, которые обязаны поддерживать ликвидность, постоянно выставя заявки на покупку и продажу. В секьюритизации такой практики практически нет. Эмитенту (СФО) это не нужно, а банкам-брокерам это неинтересно из-за малых объемов.

Четвертая причина — это сложность ценообразования. Чтобы правильно оценить секьюритизированную бумагу, нужно понимать структуру пула, анализировать макроэкономические сценарии, учитывать работу сервисера. Это тре-

бует квалификации и времени. Большинство трейдеров на бирже не имеют этой квалификации, поэтому они просто не торгуют этими бумагами. Они предпочитают более простые и понятные инструменты.

Пятая причина — это технические ограничения. Многие секьюритизированные бумаги имеют большой номинал (например, 100 000 или даже 1 000 000 рублей), что делает их недоступными для мелких частных инвесторов. Даже если вы хотите купить бумагу на 10 000 рублей, вы не сможете это сделать, потому что минимальный лот слишком велик. Это также сужает базу потенциальных покупателей.

Что это означает для вас на практике? Это означает, что, если вы купите секьюритизированную облигацию, вы должны быть готовы держать её до погашения. Вы не сможете быстро выйти из позиции, если вам срочно понадобятся деньги или если рыночная конъюнктура изменится. Если вы попытаетесь продать бумагу в момент паники, вы можете столкнуться с тем, что покупателей просто нет, и вам придется соглашаться на цену с огромным дисконтом.

Но давайте посмотрим на эту ситуацию с другой стороны. Низкая ликвидность — это не всегда плохо. Для инвестора, который строит портфель для получения стабильного денежного потока, низкая ликвидность может быть даже преимуществом.

Во-первых, низкая ликвидность защищает вас от ваших собственных эмоциональных решений. Когда рынок падает,

и вы видите, что ваша корпоративная облигация торгуется с дисконтом 10-15%, у вас возникает соблазн продать и зафиксировать убыток. В секьюритизации у вас этого соблазна нет, потому что продать бумагу сложно. Вы вынуждены держать её до погашения, и именно это позволяет вам получить обещанную доходность.

Во-вторых, низкая ликвидность означает, что цена бумаги меньше реагирует на рыночные шоки. Корпоративные облигации могут сильно колебаться в цене в ответ на новости, изменения ключевой ставки, макроэкономические данные. Секьюритизированные бумаги, если они держатся до погашения институциональными инвесторами, могут торговаться более стабильно, потому что основные держатели не реагируют на краткосрочные колебания.

Третья важная деталь — это понятие «случайных» покупателей. В корпоративных облигациях «случайные» покупатели — это частые гости. Это частные инвесторы, которые слышали про компанию по телевизору, это алгоритмы, которые реагируют на новостной фон, это спекулянты, которые пытаются поймать краткосрочное движение. Эти покупатели приходят и уходят, они создают ликвидность, но они же создают и волатильность.

В секьюритизации «случайных» покупателей практически нет. Те, кто покупает эти бумаги, делают это осознанно, после анализа, на долгий срок. Это создает более стабильную базу держателей, но одновременно означает, что в мо-

мент, когда вам понадобится продать, «случайного» покупателя рядом не окажется.

Как же тогда инвестору работать с этим ограничением?

Первое правило — это формирование портфеля с учетом горизонта инвестирования. Если вы понимаете, что деньги могут понадобиться вам через год-два, секьюритизация вам не подходит. Этот инструмент для горизонта от 3-5 лет и больше. Вы должны быть уверены, что сможете держать бумагу до погашения.

Второе правило — это диверсификация по срокам погашения. Не покупайте все секьюритизированные бумаги с погашением через 7 лет. Распределите покупки так, чтобы часть бумаг погашалась через год, часть через два, часть через три. Это создаст вам регулярный приток денег, который вы сможете реинвестировать или использовать.

Третье правило — это наличие «подушки ликвидности» в других инструментах. В вашем портфеле должны быть ликвидные инструменты — фонды денежного рынка, короткие ОФЗ, корпоративные облигации крупных эмитентов, которые вы сможете быстро продать в случае необходимости. Секьюритизация должна составлять ту часть портфеля, которая работает на стабильный денежный поток, а не на ликвидность.

Четвертое правило — это использование заявок с лимитом. Если вам все-таки понадобится продать секьюритизированную бумагу, никогда не ставьте заявку «по рынку». Все-

гда ставьте лимитную заявку с ценой, которая вас устраивает, и будьте готовы ждать исполнения часами, а то и днями.

Пятое правило — это понимание того, что ликвидность может меняться. По мере развития рынка секьюритизации в России, по мере роста числа частных инвесторов, по мере упрощения инструментов, ликвидность может улучшаться. Уже сейчас некоторые выпуски ДОМ.РФ или крупных банков торгуются активнее, чем 5-10 лет назад. Но на полную ликвидность корпоративного рынка рассчитывать пока не приходится.

Шестое правило — это работа через биржевые фонды. Если вы не готовы разбираться с отдельными выпусками и их низкой ликвидностью, вы можете покупать биржевые фонды, которые инвестируют в секьюритизацию. Фонд покупает большой диверсифицированный портфель таких бумаг, и вы покупаете пай фонда. Ликвидность пая фонда обычно выше, чем ликвидность отдельных бумаг, потому что фонд может использовать механизмы создания и погашения паев через базовые активы. Но за эту ликвидность вы платите комиссией фонду.

Таким образом, ликвидность — это главный компромисс, на который вы идете, покупая секьюритизацию. Вы получаете более высокую доходность, более надежную защиту, более предсказуемый денежный поток, но вы платите за это возможностью быстро выйти из инвестиции. Для инвестора, который строит долгосрочный портфель для получения ста-

бильного денежного потока, этот компромисс часто оказывается выгодным. Но для инвестора, который может столкнуться с необходимостью срочного доступа к деньгам, этот компромисс может оказаться неприемлемым.

Важно также понимать, что ликвидность — это не бинарное понятие. Есть градации. Некоторые секьюритизированные бумаги более ликвидны, чем другие.

Как правило, более ликвидны:

- выпуски крупных государственных банков и ДОМ.РФ;
- выпуски с большим объемом эмиссии;
- выпуски с коротким сроком до погашения;
- выпуски, которые включены в различные индексы;
- выпуски с простым и понятным составом пула.

Если вы хотите иметь возможность продать бумагу в случае необходимости, выбирайте именно такие выпуски, даже если их доходность будет немного ниже. Премия за низкую ликвидность не стоит того, если вы не уверены в своем горизонте инвестирования.

Как секьюритизированные бумаги ведут себя в моменты корпоративных кризисов

Мы подошли к одному из самых интересных и практически важных вопросов: как секьюритизированные бумаги ведут себя в моменты, когда на рынке бушуют кризисы, когда корпоративные эмитенты объявляют дефолты, когда паника

охватывает инвесторов? Это вопрос стресс-тестирования вашего портфеля, и ответ на него может стать решающим аргументом в пользу включения секьюритизации в вашу инвестиционную стратегию.

Чтобы понять, как секьюритизация ведет себя в кризис, нужно сначала понять, какие бывают кризисы и как они влияют на разные классы активов.

Первый тип кризиса — это идиосинкратический корпоративный кризис. Это кризис конкретной компании или отрасли. Например, разваливается крупный строительный холдинг, или рушится сеть магазинов, или национализируется актив в другой юрисдикции. В этом случае держатели корпоративных облигаций этой компании сталкиваются с дефолтом, потерей капитала, длительными судебными процедурами. Но что происходит с секьюритизированными бумагами, выпущенными другими компаниями? Ничего. Они продолжают работать в штатном режиме, потому что их пулы активов не связаны с проблемной компанией.

Более того, даже если кризис происходит у originатора секьюритизированной бумаги (у банка, который выдал кредиты), мы уже разобрались, что принцип защищенность от банкротства защищает пул активов. Деньги от заемщиков продолжают поступать, и вы продолжаете получать свои купоны. В этом смысле секьюритизация демонстрирует удивительную устойчивость к корпоративным кризисам.

Второй тип кризиса — это системный банковский кризис.

Это ситуация, когда проблемы возникают сразу у нескольких банков, когда доверие к банковской системе падает, когда начинается отток вкладов, когда ЦБ вынужден санировать крупные институты. Именно в такие моменты частные инвесторы задаются вопросом: «А не сгорят ли мои секьюритизированные бумаги вместе с банками?».

Ответ, как мы уже обсуждали, — нет, не сгорят, если речь идет о старших траншах, выпущенных через СФО. Пул активов обособлен, и даже если банк-оригинатор рухнет, деньги от заемщиков продолжают поступать на счета СФО. Более того, в России в периоды системных кризисов (а мы проходили через них в 1998, 2008, 2014-2015, 2022 годах) государство активно поддерживает ипотечный рынок и секьюритизацию, потому что это вопрос финансовой стабильности. ДОМ.РФ, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК, ныне интегрированное в ДОМ.РФ) играли ключевую роль в поддержании рынка именно в кризисные периоды.

Исторически в России секьюритизированные бумаги с ипотечным покрытием не знали дефолтов. Даже в самые тяжелые моменты они продолжали платить купоны и возвращать номинал. Это не просто везение — это следствие консервативной кредитной политики, механизма обособления активов и государственной поддержки.

Третий тип кризиса — это макроэкономический шок. Это резкий рост ключевой ставки, девальвация национальной ва-

люты, падение цен на нефть, санкции, эпидемия. В такие моменты все рынки падают, все активы дешевеют, паника охватывает инвесторов. Как ведут себя секьюритизированные бумаги в такие периоды?

Здесь картина более сложная. С одной стороны, секьюритизированные бумаги, как и любые облигации с фиксированным купоном, падают в цене при росте ключевой ставки. Это базовый закон математики облигаций: когда рыночные ставки растут, старые бумаги с низким купоном становятся менее привлекательными, и их цена падает. В этом смысле секьюритизация не отличается от корпоративных облигаций или ОФЗ.

Но, с другой стороны, есть важное отличие. В моменты макроэкономических шоков корпоративные облигации падают в цене не только из-за роста ставок, но и из-за роста кредитных спредов. Инвесторы начинают бояться дефолтов компаний, требуют дополнительную премию за риск, и цены корпоратов обваливаются сильнее, чем цены ОФЗ.

Секьюритизированные бумаги в такие моменты ведут себя по-разному. Если рынок уверен в качестве пула активов и в надежности оригинатора, то спреды по секьюритизации растут не так сильно, как по корпоратам. Инвесторы понимают, что пул ипотечных кредитов — это не то же самое, что долг металлургического завода, и что люди будут платить за свои квартиры даже в кризис. В результате секьюритизация может показать лучшую относительную доходность,

чем корпоративные облигации аналогичного дюрации.

Но если кризис затрагивает именно розничных заемщиков — если безработица растет, если реальные доходы населения падают, если цены на недвижимость начинают снижаться — то секьюритизация может пострадать сильнее, чем корпоративные облигации надежных эмитентов. Инвесторы начинают бояться, что просрочки в пуле вырастут, что залог обесценится, что денежный поток нарушится. В такие моменты спреды по секьюритизации могут резко расшириться, а ликвидность — исчезнуть.

Четвертый тип кризиса — это кризис ликвидности на рынке. Это ситуация, когда на рынке просто не хватает покупателей, когда все хотят продать, но некому купить. В такие моменты даже самые надежные бумаги торгуются с огромными дисконтами. Секьюритизированные бумаги в силу своей низкой ликвидности особенно уязвимы к таким кризисам. Если вам срочно понадобятся деньги в момент кризиса ликвидности, вы можете быть вынуждены продать бумагу за бесценок.

Но давайте посмотрим на это с другой стороны. Если вы не продаете, если вы держите бумагу до погашения, то кризис ликвидности вас не волнует. Цена бумаги на вторичном рынке — это просто цифра на экране, которая не влияет на ваш денежный поток. Купоны продолжают приходить, номинал будет возвращен в срок. Более того, в моменты кризисов ликвидности именно те инвесторы, которые имеют длин-

ные деньги и не нуждаются в срочной продаже, могут покупать секьюритизированные бумаги с огромными дисконтами и получать сверхдоходность.

Теперь давайте посмотрим на конкретные исторические примеры из российской практики.

В кризис 2008-2009 годов, когда мировой финансовый кризис достиг России, когда рушились банки, когда фондовый рынок обвалился на 80%, секьюритизированные бумаги с ипотечным покрытием продолжили работать. Да, их цена на вторичном рынке упала, потому что упал весь рынок. Но дефолтов по старшим траншам не было. Заемщики продолжали платить по ипотекам, хотя и с некоторым ростом просрочек. Механизм субординации поглотил убытки, и держатели старших траншей получили свои деньги в полном объеме.

В кризис 2014-2015 годов, когда рубль обвалился вдвое, когда ключевая ставка взлетела до 17%, когда корпоративные спреды расширились до исторических максимумов, секьюритизированные бумаги снова продемонстрировали устойчивость. Да, они упали в цене вместе со всем долговым рынком. Но они восстановились быстрее, чем многие корпоративные облигации, потому что инвесторы поняли, что качество пулов не ухудшилось критически.

В кризис 2020 года, связанный с пандемией, когда рынок замер в неопределенности, секьюритизированные бумаги снова показали свою надежность. Государство актив-

но поддерживало ипотечный рынок, запускались программы льготной ипотеки, и пулы ипотечных облигаций чувствовали себя лучше, чем многие корпоративные заемщики, которые столкнулись с остановкой бизнеса.

В 2022 году, когда Россия столкнулась с беспрецедентными санкциями, когда корпоративный рынок замер, когда многие компании не могли раскрыть отчетность, секьюритизированные бумаги продолжили работать. Да, были проблемы с ликвидностью, да, были проблемы с ценообразованием. Но денежные потоки от заемщиков продолжали поступать, и держатели облигаций получали свои купоны.

Эти исторические примеры показывают одну важную вещь: секьюритизированные бумаги в России — это один из самых надежных инструментов в моменты кризисов. Они не застрахованы от падения цены (как любые облигации), но они застрахованы от дефолта, если речь идет о качественных выпусках с обособленными активами.

Почему так происходит? Потому что в основе секьюритизации лежат базовые потребности населения. Люди будут платить за жилье, даже если им придется сократить другие расходы. Люди будут платить за автомобиль, если он нужен им для работы. Это не дискреционные расходы, которые можно отложить. Это обязательные платежи, обеспеченные залогом ликвидного имущества.

Более того, в России существует культурный и психологический фактор. Исторически российские заемщики демон-

стрировали высокую дисциплину в обслуживании ипотечных кредитов. Даже в самые тяжелые кризисы уровень дефолтов по ипотеке в России оставался на уровне, значительно ниже, чем в США в период ипотечного кризиса 2008 года. Это связано и с более консервативной кредитной политикой российских банков, и с тем, что ипотека в России — это не спекулятивный инструмент, а реальная потребность в жилье.

Для рядового инвестора это означает, что секьюритизированные бумаги могут стать якорем стабильности в его портфеле в моменты турбулентности. Когда корпоративные облигации штормит, когда новости пугают дефолтами, когда рынок паникует, ваши секьюритизированные бумаги продолжают приносить купон. Вы можете не смотреть на их рыночную цену, потому что она вас не волнует — вы держите их до погашения.

Но есть и обратная сторона. В моменты кризисов, когда вам может понадобиться ликвидность, секьюритизированные бумаги могут стать проблемой. Их будет сложно продать, и, если вы все-таки решите продать, вы понесете убыток. Поэтому, как мы уже говорили, секьюритизация должна составлять ту часть портфеля, которая не нужна вам для срочных расходов.

Еще один важный аспект — это поведение секьюритизированных бумаг в моменты корпоративных дефолтов, когда дефолт происходит у компании, не связанной с вашим пулом. Например, если объявляет дефолт крупная строитель-

ная компания, как это реагирует рынок секьюритизированных бумаг, обеспеченных ипотекой?

Как правило, реакция минимальна или отсутствует. Инвесторы понимают, что это разные классы активов с разными рисками. Более того, в некоторых случаях корпоративный кризис может даже помочь секьюритизации. Если инвесторы бегут из корпоративных облигаций, они ищут, куда переложить деньги. Часть из них может прийти в секьюритизацию, потому что она предлагает более высокую доходность при сопоставимом или даже более низком риске. В такие моменты спреды по секьюритизации могут сжиматься, а цены — расти.

Конечно, это не происходит автоматически и мгновенно. Рынок секьюритизации в России все еще слишком мал и неликвиден, чтобы стать массовым убежищем от корпоративных кризисов. Но тенденция именно такова: в моменты стресса качественные секьюритизированные бумаги демонстрируют относительную устойчивость.

Для вашего портфеля это означает, что включение секьюритизированных бумаг может снизить общую волатильность ваших доходов. Когда корпоративные облигации переживают трудные времена, секьюритизация продолжает работать. Это создает более сглаженный, предсказуемый денежный поток, что и является вашей главной целью.

Важно также понимать, что не все секьюритизированные бумаги одинаково устойчивы в кризис. Бумаги, обеспечен-

ные ипотекой, как правило, более устойчивы, чем бумаги, обеспеченные автокредитами или кредитами малому бизнесу. Это связано с тем, что жилье — это базовая потребность, а автомобиль или бизнес — это более дискреционные активы. В кризис люди сначала перестают платить за автомобиль, а уже потом — за квартиру.

Бумаги с старшими траншами более устойчивы, чем субординированные. Бумаги с низким LTV более устойчивы, чем бумаги с высоким LTV. Бумаги с диверсифицированным пулом более устойчивы, чем бумаги с концентрированным пулом. Все эти факторы нужно учитывать при формировании портфеля, особенно если вы ожидаете макроэкономических потрясений.

Таким образом, секьюритизированные бумаги в моменты корпоративных кризисов — это не панацея, но это важный элемент устойчивости. Они не спасут вас от всех бед, но они могут стать тем фундаментом, на котором вы сможете пережить шторм, получая стабильный денежный поток, пока другие активы штормит.

**Чек-старт: в каком случае вам
стоит выбрать секьюритизацию, а
не обычный корпоративный долг**

Мы подошли к финальной части главы, где нам нужно собрать все знания воедино и дать вам, рядовому инвестору,

практический инструмент для принятия решения. До этого мы разбирали различия между секьюритизацией и корпоративным долгом по отдельным параметрам: по источнику возврата, по природе риска, по механизму обособления активов, по доходности, по роли оригинатора, по качеству залога, по прозрачности, по ликвидности, по поведению в кризисах. Теперь пришло время свести всё это в единый чек-лист, который поможет вам понять: когда вам стоит выбрать секьюритизацию, а когда лучше остаться с классическими корпоративными облигациями.

Этот чек-лист — не догма, не индивидуальная инвестиционная рекомендация, а инструмент для размышления. Каждый инвестор уникален, у каждого свои цели, свои риски, свой горизонт инвестирования. Но есть общие принципы, которые работают для большинства. Давайте пройдемся по ним.

Выбирайте секьюритизацию, если:

1. Ваш горизонт инвестирования — от 3 до 7 лет и больше.

Это самый важный критерий. Секьюритизация — это инструмент для долгосрочного инвестора. Если вы понимаете, что деньги могут понадобиться вам через год-два, секьюритизация вам не подходит из-за низкой ликвидности. Но если вы строите портфель для получения стабильного денежного потока на годы вперед, секьюритизация становится отличным выбором. Вы готовы держать бумагу до погашения, и вас не волнует её рыночная цена.

2. Вы хотите получить премию к доходности при сопоставимом или более низком риске.

Если вы готовы потратить время на изучение инструмента, если вы готовы принять на себя риск низкой ликвидности, секьюритизация предлагает вам дополнительную доходность — те самые 1-2 процентных пункта, которые складываются в существенную сумму на длинном горизонте. При этом риск дефолта (для старших траншей качественных выпусков) может быть ниже, чем по корпоративным облигациям аналогичного рейтинга.

3. Вы хотите защититься от идиосинкратических корпоративных рисков.

Если вы боитесь, что конкретная компания обанкротится, что её менеджмент примет неправильные решения, что её бизнес-модель устареет — секьюритизация предлагает вам защиту. Вы получаете денежный поток не от одного бизнеса, а от статистически усредненного поведения миллионов заемщиков. Вы диверсифицированы не по компаниям, а по людям.

4. Вы хотите получить инструмент с предсказуемым денежным потоком.

Секьюритизация, особенно с ежемесячными выплатами (как это бывает в некоторых ипотечных облигациях), может обеспечить вам более частый и предсказуемый поток денег, чем корпоративные облигации с квартальными или полугодовыми купонами. Для инвестора, который живет на доход

от портфеля, это может быть критически важно.

5. Вы доверяете государству и системно значимым банкам.

Если вы считаете, что государство не допустит коллапса ипотечного рынка, что крупные банки будут поддержаны в случае проблем, что принцип защищенность от банкротства будет соблюден — секьюритизация для вас. Вы покупаете не просто бумагу, вы покупаете конструкцию, которая поддерживается государственным интересом.

6. Вы готовы к более сложному анализу и меньшей прозрачности.

Если вас не пугает необходимость читать проспекты эмиссии, разбираться в структуре траншей, анализировать агрегированные характеристики пула — секьюритизация для вас. Вы готовы платить свое время и внимание за более высокую доходность.

7. У вас уже есть ликвидная часть портфеля.

Если в вашем портфеле есть ОФЗ, корпоративные облигации крупных эмитентов, фонды денежного рынка, которые вы можете быстро продать в случае необходимости, то секьюритизация может стать той частью портфеля, которая работает на доходность, а не на ликвидность.

Выбирайте классические корпоративные облигации, если:

1. Ваш горизонт инвестирования — менее 3 лет.

Если вам может понадобиться ликвидность в краткосроч-

ной перспективе, секьюритизация создаст вам проблемы. Корпоративные облигации, особенно крупных эмитентов, гораздо проще продать без существенных потерь.

2. Вы хотите иметь возможность быстро реагировать на изменения рынка.

Если вы планируете активно торговать, если вы хотите покупать и продавать облигации в ответ на изменения ключевой ставки, на макроэкономические новости, на корпоративные события — секьюритизация вам не подходит. Её низкая ликвидность не позволит вам гибко управлять портфелем.

3. Вы не готовы разбираться в сложной структуре инструмента.

Если вы хотите покупать облигации «как в магазине», если вы не хотите читать проспекты эмиссии, если вы предпочитаете простые и понятные инструменты — оставайтесь с корпоративным долгом. Секьюритизация требует более глубокого погружения.

4. Вы хотите иметь возможность диверсифицировать портфель по множеству эмитентов.

Если вы хотите купить облигации 20-30 разных компаний, чтобы распределить риск, секьюритизация может создать проблему из-за малого числа выпусков и их низкой ликвидности. В корпоративном долге выбор гораздо шире.

5. Вы хотите получать регулярную аналитику и быть в контакте с эмитентом.

По корпоративным облигациям вы можете читать отчеты

аналитиков, слушать звонки с инвесторами, задавать вопросы компании. По секьюритизации такой практики практически нет. Вы предоставлены сами себе.

6. Вы боитесь макроэкономических шоков, которые могут ударить по населению.

Если вы считаете, что в ближайшем будущем возможна резкая безработица, падение реальных доходов населения, обвал цен на недвижимость — секьюритизация может пострадать. В этом случае корпоративные облигации надежных эмитентов могут оказаться более устойчивыми.

Универсальные рекомендации для смешанной стратегии:

Для большинства частных инвесторов оптимальной стратегией будет не выбор «или-или», а комбинация обоих инструментов. Вот как это может выглядеть:

База портфеля (50-60%) — это ликвидные инструменты: ОФЗ, корпоративные облигации крупных эмитентов, фонды денежного рынка. Это ваша ликвидность, ваша возможность быстро реагировать на изменения, ваша защита от краткосрочных проблем.

Ядро портфеля (30-40%) — это секьюритизация и длинные корпоративные облигации надежных эмитентов: это та часть, которая работает на стабильный денежный поток на годы вперед. Здесь вы получаете премию к доходности, здесь вы используете механизм обособления активов, здесь вы диверсифицированы по пулам.

Спекулятивная часть (0-10%) — это высокодоходные облигации (ВДО), акции, другие рискованные активы: это та часть, которая может дать сверхдоходность, но которую вы готовы потерять. Для большинства небогатых инвесторов эта часть должна быть минимальной или отсутствовать вообще.

В рамках ядра портфеля вы можете комбинировать секьюритизацию и корпоративные облигации в зависимости от вашей готовности к риску и анализу. Если вы только начинаете — начните с корпоративных облигаций крупных эмитентов. По мере накопления опыта и капитала добавляйте секьюритизацию.

Практические шаги для начала работы с секьюритизацией:

Шаг 1. Откройте брокерский счет (если у вас его еще нет) и убедитесь, что ваш брокер дает доступ к торгам секьюритизированными бумагами. Не все брокеры это делают, потому что инструмент нишевый.

Шаг 2. Изучите рынок. Посмотрите, какие выпуски секьюритизированных бумаг представлены на бирже. Обратите внимание на выпуски ДОМ.РФ, крупных государственных банков (Сбербанк, ВТБ), известных финансовых компаний.

Шаг 3. Начните с простых выпусков. Выбирайте старшие транши ипотечных облигаций с понятным составом пула, выпущенные надежными оригинаторами. Избегайте субординированных траншей, избегайте экзотических пулов (на-

пример, кредитов малому бизнесу или лизинговых платежей), пока не наберетесь опыта.

Шаг 4. Читайте проспекты эмиссии. Это не так сложно, как кажется. Найдите раздел с описанием пула, посмотрите на ключевые характеристики: средний LTV, географию, срок до погашения, историю просрочек. Сравните с аналогичными выпусками.

Шаг 5. Начните с небольших сумм. Не вкладывайте сразу все деньги. Купите один-два выпуска на небольшие суммы, посмотрите, как они себя ведут, как приходят купоны, как меняется цена. По мере накопления опыта увеличивайте позицию.

Шаг 6. Держите до погашения. Не пытайтесь торговать секьюритизированными бумагами. Купили — держите до погашения. Это единственная стратегия, которая имеет смысл для этого инструмента при низкой ликвидности.

Шаг 7. Реинвестируйте купоны. Получая купоны, реинвестируйте их либо в новые выпуски секьюритизации, либо в другие инструменты вашего портфеля. Это позволит вам использовать сложный процент и увеличить конечный капитал.

Шаг 8. Ведите учет. Записывайте, какие бумаги вы купили, по какой цене, какой купон получаете, когда погашение. Это поможет вам видеть общую картину вашего портфеля и принимать обоснованные решения.

Шаг 9. Не паникуйте. Если цена вашей секьюритизиро-

ванной бумаги на вторичном рынке упадет — не продавайте. Если вы держите до погашения, вас это не волнует. Купоны продолжают приходить, номинал будет возвращен.

Шаг 10. Учитесь постоянно. Читайте статьи, смотрите вебинары, общайтесь с другими инвесторами. Секьюритизация — это развивающийся рынок, и ваши знания должны развиваться вместе с ним.

Финальные мысли перед тем, как вы начнете:

Секьюритизация — это не волшебная таблетка. Это не способ быстро разбогатеть. Это инструмент для терпеливого, вдумчивого инвестора, который понимает, что он делает, и который готов работать на долгосрочный результат.

Для рядового инвестора секьюритизация может стать тем самым инструментом, который превратит его сбережения в стабильный денежный поток на годы вперед. Это инструмент, который позволяет вам участвовать в росте ипотечного рынка, в росте потребительского кредитования, в росте экономики — не через акции, не через рискованные спекуляции, а через надежный, обеспеченный залогом долг.

Но помните: секьюритизация требует дисциплины. Она требует готовности держать бумагу до погашения, готовности разбираться в структуре, готовности принять на себя риск низкой ликвидности. Если вы не готовы к этому — оставайтесь с корпоративными облигациями. Это тоже хороший инструмент, и он может принести вам достойный результат.

Но если вы готовы — добро пожаловать в мир секьюритизации. Это мир, где премия за сложность становится вашей премией за финансовую грамотность. Это мир, где принцип обособления активов защищает вас от корпоративных катастроф. Это мир, где статистика и закон больших чисел работают на вас, а не против вас.

И самое главное: это мир, где вы, рядовой инвестор, можете получить доступ к тем же инструментам, которые используют крупнейшие пенсионные фонды и страховые компании мира. Это мир, где ваши небольшие инвестиции могут работать так же эффективно, как миллионы институциональных инвесторов.

А пока — остановитесь, перечитайте эту главу, задайте себе вопросы из чек-листа, и примите решение: готовы ли вы сделать шаг в мир секьюритизации. Если да — покупайте книгу и продолжайте чтение. Если нет — вы все равно стали лучше понимать рынок облигаций в целом, и это знание уже сделает вас более успешным инвестором.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.