

**Шаповал Андрей Викторович**

аспирант кафедры финансов  
Саратовского государственного  
социально-экономического университета  
dom-hors@mail.ru

## **ПРОБЛЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ СДЕЛОК ПО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РОССИИ**

---

**Аннотация:**

*Статья посвящена проблемам регулирования сделок секьюритизации активов как одного из способов корпоративного финансирования. Цель статьи – исследовать риски, связанные с процессами секьюритизации, и определить основные направления по регулированию данных процессов. В статье исследуются теоретические основы сделок по секьюритизации активов, рассматриваются различные варианты секьюритизации. Результаты, отраженные автором в статье, могут быть использованы руководителями корпораций, использующих фондовый рынок как источник финансирования, а также регулирующими органами, в том числе Центральным Банком России и Федеральной службой по финансовым рынкам. Выводы, обозначенные автором в данной статье, указывают на необходимость более глубокого изучения рисков, связанных с секьюритизацией активов.*

**Ключевые слова:**

*секьюритизация, корпоративное финансирование, регулирование, риски, финансовый рынок.*

---

**Shapoval Andrey Viktorovich**

PhD student of the Finance Department,  
Saratov State University  
for Social and Economic Studies  
dom-hors@mail.ru

## **PROBLEMS OF REGULATION OF ASSETS SECURITIZATION TRANSACTIONS IN RUSSIA**

---

**Summary:**

*The article considers regulation of assets securitization transactions as a mode of corporate financing. The article's objective is to study the risks associated with assets securitization and reveal the principle regulations of these processes. The author observes theoretical foundations of assets securitization transactions and distinguishes some types of securitization. The results of the research may be implemented by corporation managers, who use stock market as a financing resource, as well as by controlling authorities, the Bank of Russia and the Federal Financial Markets Service in particular. The author also emphasizes the need for the further detailed research of the assets securitization risks.*

**Keywords:**

*securitization, corporate financing, regulation, risks, financial market.*

---

Сегодня, по прошествии нескольких лет после острой фазы глобального финансового кризиса можно подвести некоторые итоги произошедших событий. Глубинные причины кризиса были исследованы как зарубежными, так и российскими авторами. Многие из экспертов указывают и на гипертрофированное развитие сектора деривативов как на ключевую причину кризиса. Анализ данных работ позволяет сделать вывод, что большинство исследователей склонны полагать, что непосредственной причиной кризиса послужил крах системы ипотечного кредитования в США. Так, по подсчетам Э. Пинто, одно только высокорисковое кредитование (включая финансирование через покупку облигаций с ипотечным покрытием), произведенное ипотечными гигантами Fannie Mae и Freddie Mac, а также Федеральным управлением жилищного строительства США, составляло в 1997 г. около 85 млрд. долларов, в 2003 г. – 446 млрд. долларов и стабилизировалось между 300 и 400 млрд. долларов в 2006 г. В среднем на эти учреждения приходилось более половины ипотечного рынка США, а в 2007 г. – более 70 %. К июню 2007 г. данные участники ипотечного рынка несли на себе груз в размере 2,7 трлн. долларов США в высокорисковых кредитах, что составляло 59 % всех кредитов этих категорий. Специфика высокорисковых кредитов, размер первоначального взноса по которым упал до 3 %, сказалась на том, что уровень просрочки по ним превысил к началу кризиса 20 % от общего объема задолженности по ипотечным кредитам. Таким образом, в условиях риска и неопределенности финансовый рынок потерял способность к саморегулированию, что в очередной раз подтвердило тезис о необходимости более пристального внимания к проблемам регулирования финансовых рынков.

Процессы секьюритизации начались на российском рынке лишь в 2004 г., в то время как первые сделки по секьюритизации активов на зарубежных рынках начали заключаться еще в 1977 г. Однако, несмотря на относительную молодость данного сегмента рынка, секьюритизация как способ корпоративного (прежде всего банковского) финансирования набирает в России все большие обороты. В связи с этим остро встает вопрос о теоретическом анализе процессов секьюритизации, их преимуществ и рисков.

Сам процесс секьюритизации предполагает отторжение отдельных видов деятельности от основного бизнеса компании и повышение его привлекательности за счет эмиссии ценных бумаг. В настоящее время существует множество трактовок понятия «секьюритизация», однако наиболее удачная, на наш взгляд, содержится в работе А. Селивановского, который определяет данное понятие как финансирование или рефинансирование каких-либо активов компании, приносящих доход посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг [1, с. 31].

Секьюритизация может существовать в двух формах – синтетической и классической (традиционной). В случае классической секьюритизации активы (права требований по предоставленным банком кредитам) отделяются от основного бизнеса компании (оригинатора) путем их передачи в пользу специально созданной юридической организации (SPV). При этом эмитентом новых ценных бумаг является не сам оригинатор, а именно SPV. В свою очередь, SPV передает активы в доверительное управление организации оригинатору. Основной интерес для кредитодателя и кредитополучателя в этой операции заключается в том, что оригинатор передает кредитные требования со своего баланса на баланс SPV, то есть происходит перенос кредитного риска, связанного с банкротством оригинатора. Вероятность же несостоятельности SVP, деятельность которого сводится к выпуску и обслуживанию ценных бумаг, являющихся инструментами секьюритизации, невелика. Преимуществом данной схемы является возможность оригинатору маневрировать с нормативными требованиями регулятора. Особенно данное преимущество имеет значение в том случае, если в качестве оригинатора выступает банковская организация.

В случае же синтетической секьюритизации активы не подлежат передаче, однако передаются риски с помощью специфических секьюритизационных бумаг.

Процессы, связанные с секьюритизацией, нашли свое применение в многочисленных схемах корпоративного финансирования и, прежде всего, в программах ипотечного банковского кредитования. Связано это с тем, что ипотечные кредиты поддаются высокой степени стандартизации по срокам кредитования.

Именно по причине высокой степени стандартизации ипотечные кредиты сыграли непосредственную роль в формировании условий для разворачивания финансового кризиса в США, который уже в начале 2008 г. охватил своим влиянием развитые страны, а к середине – и развивающиеся.

Однако ряд отечественных исследователей полагает, что истинная причина кризиса кроется не в дефекте самого инструмента (деривативов на ипотечные облигации), а в других, более глобальных процессах, происходящих в мировой экономике [2, с. 17].

По нашему мнению, секьюритизация активов в той степени и с теми разрушительными последствиями, что были отмечены период 2008–2009 гг., стала возможна лишь по причине трансформации главной функции и предназначения инструментов срочного финансового рынка. Напомним, что примерно до середины прошлого века срочный финансовый рынок выполнял функцию хеджирования рисков. Однако выполнение данной функции охватывало лишь индивидуальные риски, но не риски финансовой системы в целом. Более того, рост волатильности цен на финансовые активы и, как следствие, рост неопределенности функционирования как реального, так и фиктивного рынков приводят к тому, что процессы управления индивидуальными рисками вызывают увеличение системных рисков [3, с. 5]. Х. Мински выдвинул гипотезу финансовой нестабильности, в соответствии с которой трансформация положительного развития реального рынка в спекулятивный пузырь на рынках фиктивного капитала есть особенность капиталистического способа производства [4, с. 125]. Таким образом, инструменты срочного финансового рынка, выполняя функцию индивидуального хеджирования, создают негативное воздействие на финансовую систему в целом, что есть проявление объективной особенности рыночной экономики, полностью исключить которую не представляется возможным. Как справедливо отметил М.В. Киселев, «снижение степени и масштабов данного негативного воздействия связаны с недостатками и диспропорциями регулирования финансовых рынков и не должно быть связано с запретом на обращение отдельных видов инструментов срочного рынка» [5, с. 57].

Ввиду всего вышесказанного на первый план выходит задача грамотного регулирования процессов секьюритизации и обращения инструментов срочного финансового рынка. Данная проблема была обозначена и в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г. Однако если проблеме регулирования инструментов срочного финансового рынка в данном документе уделено достаточно внимания, то проблемы секьюритизации остались за пределами внимания экспертов.

В связи с этим необходимо в первую очередь решить проблему оптимизации налогообложения сделок по секьюритизации активов. Совершенно очевидно, что российский Налоговый кодекс в действующей редакции не содержит статей, прямо регулирующих налогообложение

сделок по секьюритизации. При возникающих передачах имущества возникает основание для взимания налога на добавленную стоимость. Также требуют тщательнейшего анализа и положения, касающиеся налога на прибыль и налога на имущество организаций-оригинаторов.

**Ссылки:**

1. Селивановский А. Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. 2005. № 8–9.
2. Киселев М.В. Проблемы регулирования рынка деривативов // Вестник СГСЭУ. 2009. № 1 (25).
3. Иванов М. Вызовы глобализации: экономический аспект // Мировая экономика и международные отношения. 2002. № 9.
4. Minsky H.P. Can "It" happen again?: essays on instability and finance. N.M.E. Sharpe, Inc., 1984.
5. Киселев М.В. Тенденции мирового рынка деривативов // Бизнес, менеджмент и право. 2009. № 1.

**References (transliterated):**

1. Selivanovskiy A. Pravove riski ipotechnogo agenta // Khozyaystvo i pravo. 2005. № 8–9.
2. Kiselev M.V. Problemy regulirovaniya rynka derivativov // Vestnik SG-EEU. 2009. № 1 (25).
3. Ivanov M. Vyzovy globalizatsii: ekonomicheskij aspekt // Mirovaya ekonomika i mezhdunarodne otnosheniya. 2002. № 9.
4. Minsky H.P. Can "It" happen again?: essays on instability and finance. N.M.E. Sharpe, Inc., 1984.
5. Kiselev M.V. Tendentsii mirovogo rynka derivativov // Biznes, menedzhment i pravo. 2009. № 1.