

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
"САМАРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ"

На правах рукописи

МОЖАРОВСКИЙ ЕВГЕНИЙ ВЛАДИМИРОВИЧ

**СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ
В ФИНАНСАХ ОРГАНИЗАЦИЙ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение
и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
Бердников Владимир Алексеевич,
доктор экономических наук

Самара 2015

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1 Теоретические аспекты секьюритизации активов в Российской Федерации	9
1.1 Экономическая сущность и преимущества секьюритизации активов	9
1.2 Классификация секьюритизации активов	14
1.3 Управление рисками в процессе секьюритизации	23
Глава 2 Особенности секьюритизации активов организаций в Российской Федерации и за рубежом на современном этапе.....	36
2.1 Появление и развитие секьюритизации активов организаций в Российской Федерации	36
2.2 Анализ секьюритизации ипотечных активов организаций в Российской Федерации	47
2.3 Международный опыт использования секьюритизации.....	56
Глава 3 Проблемы и перспективы развития секьюритизации активов организаций в Российской Федерации	74
3.1 Проблемы, препятствующие развитию секьюритизации активов организаций, и возможные пути их решения	74
3.2 Законодательное обеспечение секьюритизации активов организаций	85
3.3 Предложения по расширению объектов секьюритизируемых активов путем секьюритизации поступлений по налогу на доходы физических лиц и страховых взносов на обязательное пенсионное страхование.....	95
Заключение	114
Список литературы.....	123
Приложения	137

ВВЕДЕНИЕ

В течение последних десяти лет Российский финансовый рынок претерпевал существенные изменения с позиции развития многочисленных финансовых инструментов, направленных на повышение эффективности. С точки зрения современной ситуации в области финансирования важное место среди прочих инструментов заняла секьюритизация активов.

Актуальность темы исследования обусловлена важностью секьюритизация активов в области привлечения долгосрочных инвестиций в экономику страны, что является актуальным аспектом исследования в условиях продолжительного глобального финансово-экономического кризиса.

За достаточно короткий период времени начиная с 1968 г., когда Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae или Federal National Mortgage Association) начала выпускать обеспеченные ипотечные ценные бумаги (MBS или Mortgage-Backed Securities), секьюритизация активов стала распространенным инструментом финансирования.

Секьюритизация активов как специфический инструмент финансирования позволяет, с одной стороны, привлекать существенные финансовые ресурсы, расширяя возможности компаний или государственных структур в области инвестирования, с другой стороны, сформировать различные ценные бумаги, которые отвечают потребностям инвесторов.

По данным Ассоциации участников фондового и финансового рынка (SIFMA или Securities Industry and Financial Markets Association), в США объем эмиссии обеспеченных ценных бумаг при помощи механизма секьюритизации активов только за 2013 г. составил более 1879 млрд долл.

В Российской Федерации секьюритизация активов активно применяется с 2004 г. Об этом свидетельствуют статистика - совокупный объем выпусков секьюритизируемых активов за период с 2004 по 2013 г. значительно превысил 567 млрд руб.

Под выпусками секьюритизируемых активов следует понимать эмиссию ценных бумаг, обеспеченных денежными потоками от объектов секьюритизируемых активов. Перечень объектов секьюритизируемых активов, применяемых в Российской Федерации, ограничен и включает в себя поступления по ипотечным кредитам, автокредитам, лизинговым платежам, будущей экспортной выручке.

Вместе с тем история рынка секьюритизации Российской Федерации показывает, что механизмы по расширению объектов секьюритизируемых активов, позволяющие привлекать денежные средства и регулировать ликвидность финансового рынка в целом, недостаточно полно разработаны.

На основании вышесказанного автором предложены новые объекты секьюритизируемых активов путем применения механизмов секьюритизации активов для поступлений по налогу на доходы физических лиц (НДФЛ) и секьюритизации страховых взносов на обязательное пенсионное страхование, которые могли бы способствовать привлечению дополнительных денежных средств в бюджетную систему Российской Федерации, регулированию ликвидности финансового рынка с целью его долгосрочного развития, улучшению качества управления денежными потоками с целью обеспечения согласованности обязательств и доходов в пределах определенных временных интервалов.

В результате, на взгляд автора, исследование механизмов по расширению объектов секьюритизируемых активов в отношении поступлений по НДФЛ и секьюритизации страховых взносов является актуальным и практически значимым для развития финансового рынка Российской Федерации в целом.

Степень разработанности проблемы недостаточна, поскольку секьюритизация активов появилась в Российской Федерации только в 2004 г. и развивалась по настоящее время при отсутствии отдельно действующего законодательства, регламентирующего секьюритизацию во всех аспектах.

Существующие публикации исследователей отечественной и зарубежной экономической науки в основном посвящены секьюритизации так называемых банковских активов: ипотечных, потребительских и автокредитов. Данные публикации, как правило, отражают преимущества сделок секьюритизации и описыва-

ют возможности применения зарубежного опыта в Российской Федерации без учета возможных рисков, возникающих в процессе секьюритизации, и проблем, препятствующих развитию данного механизма и преимущественно вызванных пробелами в законодательном регулировании.

Среди исследований необходимо выделить публикации С.Б. Пахомова, посвященные расширению объектов секьюритизируемых активов путем секьюритизации долговых обязательств субъектов Российской Федерации. Необходимо также отметить публикацию Д. Соболева, исследующего секьюритизируемые активы при помощи доходов от коммерческой недвижимости. В научном труде ученых Н.И. Берзона и Т.В. Тепловой приведен список новых форм секьюритизации денежных потоков, где в качестве одной из таковых без описания механизма эмиссии предложены налоги, сборы и пошлины.

Вместе с тем научные исследования, посвященные разработке методических подходов и предложений по расширению объектов секьюритизируемых активов при помощи механизмов секьюритизации поступлений по НДС и секьюритизации страховых взносов, в экономической литературе отсутствуют.

Актуальность проблемы, а также недостаточная теоретическая и практическая разработанность многих ее сторон определили выбор цели и задач исследования.

Целью исследования является развитие теоретических положений секьюритизации активов организаций в Российской Федерации, анализ проблем и перспектив развития.

Реализация цели диссертации предопределила необходимость решения **следующих задач**:

- 1) внести предложения по управлению рисками в процессе секьюритизации;
- 2) рассмотреть особенности появления и развития секьюритизации активов организаций в Российской Федерации;
- 3) выявить проблемы, препятствующие развитию секьюритизации активов организаций, и предложить возможные пути их решения;

4) исследовать законодательное обеспечение секьюритизации активов организаций в Российской Федерации;

5) разработать предложения по расширению объектов секьюритизируемых активов при помощи механизмов секьюритизации поступлений по НДСЛ и секьюритизации страховых взносов на обязательное пенсионное страхование.

В соответствии с поставленной целью **объектом исследования** является секьюритизация активов организаций в Российской Федерации.

Предметом исследования выступают экономические отношения, возникающие при секьюритизации активов организаций в Российской Федерации.

Методологическая и теоретическая основы исследования. В процессе написания исследования применялись общенаучные методы познания, метод обобщения, наблюдения, экспертных оценок, сравнительного статистического и динамического анализа, а также метода классификации.

Теоретическую основу проведенного исследования составляют труды зарубежных и отечественных ученых-экономистов и специалистов-практиков: Х.П. Бэра, А.А. Джобста, Б.Д. Кейса, Э. Дэвидсона, Т. Мухерди, А. Серу, В. Вига, Э. Сандерса, А. Штуппнига, М. Вольфа, Н. Сало, Н.В.Александровой, А. Аксакова, С.А. Аксенова, С.Б. Пахомова, Н.И. Берзона, Т.В.Тепловой, А.В. Синицына, Л.М. Резвановой, А.Б. Копейкина, Н.Н.Рогожиной, Ю.Е. Туктарова, С.С. Улюкаева, Е.Н. Кондрата, О. Иванова, А. Некторова, Л.В. Николовой, С. Федотовой, Д.Г. Ивановой, Д. Соболева, В.Баклановой, Д.В.Каменщика, И. Аксенова, А. Казакова, И. Пенкиной, А.Л. Смирнова, В. Булова, - посвященные исследованию секьюритизации активов как в России, так и зарубежом.

Кроме того, информационно-теоретической базой исследования послужили действующие нормативно-правовые акты РФ, статистические и аналитические материалы Министерства финансов Российской Федерации, Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка РФ, Агентства по ипотечно-жилищному кредитованию, Ассоциации участников фондового и финансового рынка США, Комиссии США по рынку ценных бумаг, специализированных агентств финансовой информации о секьюритизации (www.ludiiipoteki.ru,

www.finmarket.ru, www.rusipoteka.ru, www.cbonds.info), материалы международной и российской деловой прессы.

Научная новизна исследования заключается в развитии научных положений и разработке методических рекомендаций по совершенствованию секьюритизации активов организаций в Российской Федерации и определяется полученными результатами:

- расширено определение секьюритизации активов как эмиссии спецюрлицом обеспеченных ценных бумаг, исполнение по которым осуществляется за счет поступлений от портфеля активов организаций либо от прав на данные активы (стр. 12);

- предложены меры, позволяющие существенно понизить влияние финансовых рисков, такие как субординация активов (стр. 28-29);

- предложен институт предварительного согласования последствий принимаемой сделки с налоговыми органами, что позволит исключить налоговый риск (стр. 82-85);

- введено понятие секьюритизации страховых взносов, что подразумевает процесс, при котором права требования на будущие денежные потоки по прямым страховым взносам продаются специальному юридическому лицу (спецюрлицу), которое привлекает денежные средства посредством размещения ценных бумаг, обеспеченных этими правами требования, и введено понятие секьюритизации налога на доходы физических лиц как выпуска спецюрлицом ценных бумаг, исполнение по которым осуществляется за счет поступлений от налоговых агентов по НДФЛ (стр. 98, 105);

- предложена модель секьюритизации поступлений по НДФЛ и модель секьюритизации страховых взносов на обязательное пенсионное страхование (стр. 98-112).

Теоретическая и практическая значимость исследования. Основные выводы и предложения диссертационной работы, направленной на дальнейшее развитие теории секьюритизации активов, могут быть использованы для разработки комплекса законодательных мер по развитию рынка сделок секьюритизации в Российской Федерации как неотъемлемой части финансового рынка страны.

Практические рекомендации исследования могут быть использованы при систематизации рисков, влияющих на секьюритизацию. Предложены рекомендации по их снижению, необходимые как при проведении эмиссий сделок секьюритизации активов, так и при оценке инвесторами рисков при вложении денежных средств.

Положения исследования применены в учебном процессе Самарского государственного экономического университета при преподавании дисциплин "Ипотечное кредитование", "Налоги и налоговая система", "Банковское дело".

Отдельные результаты исследования внедрены Управлением Федеральной налоговой службы по Самарской области, организациями ЗАО "ТМ-Сервис" и ООО "Региональный Центр Юридической помощи", что подтверждается справками о внедрении.

Апробация результатов исследования. Отдельные положения диссертации обсуждались и получили одобрение на межвузовской научной конференции "Глобализация и финансово-кредитные отношения в РФ" (г. Самара, 5 апреля 2011 г.), XVII Международной научно-практической конференции "Современное общество в условиях глобального вызова: преобразования и перспективы развития" (г. Тольятти, 27 апреля 2012 г.), Международном научно-инновационном форуме "Неделя науки в Самарском государственном экономическом университете" (г. Самара, 14 апреля 2014 г.), XII Международной научной конференции "Синергетика природных, технических, и социально-экономических систем" (г. Тольятти, 29-31 октября 2014 г.), 13-й Международной научно-практической конференции "Проблемы развития предприятий: теория и практика" (г. Самара, 27-28 ноября 2014 г.).

Публикации. По теме диссертации опубликованы 9 работ общим объемом 3,06 печ. л. (авторский объем - 2,84 печ. л.), в которых отражены ее основные результаты, в том числе 4 работы объемом 1,74 печ.л. (авторский объем - 1,74 печ. л.) в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России.

Объем и структура диссертации. Диссертационное исследование включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы и шесть приложений. Работа изложена на 153 страницах машинописного текста, содержит 22 рисунка, 6 таблиц. Список литературы включает 153 наименования.

Глава 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

1.1 Экономическая сущность и преимущества секьюритизации активов

Механизм секьюритизации появился в 1934 г. и связан с созданием в Соединенных Штатах Америки Федеральной жилищной администрация (Federal Housing Administration).

Федеральная жилищная администрация с момента основания осуществляет разработку правительственных программ направленных на повышение доступности кредитов для малоимущих групп населения¹.

Само понятие "секьюритизация" появилось намного позднее. Возникновение термина "секьюритизация активов" неразрывно связано со сделкой, состоявшейся в 1977 г. под названием "эмиссия Банка Америки" ("Bank America issue"). Сопровождение сделки осуществлял банк Salomon Brothers. Во время подготовки статьи, посвященной эмиссии ценных бумаг, обеспеченных правами требования по ипотечным кредитам Энн Монро (Ann Monroe), репортер экономической газеты Wall Street Journal обратилась за комментариями в банк Salomon Brothers относительно наименования механизма проводимой эмиссии ценных бумаг. Льюис Раниери (Lewis Ranieri), являвшийся руководителем департамента ипотеки, предложил применять термин "секьюритизация"².

¹ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги / Фонд "Институт экономики города". Москва, 2008.

² Кондрат Е.Н. Секьюритизация активов как способ укрепления ликвидности кредитных организаций и механизм обеспечения финансовой безопасности государства // Законодательство. 2011. Август (№ 8).

Международный финансовый рынок конца 70-х гг. прошлого века характеризовался понижением роли банковского кредитования и его замещением операциями на рынке ценных бумаг.

Появились научные исследования, предполагающие привлечение финансирования при полном вытеснении банков из данного процесса.

Среди основателей данной теории - швейцарский банкир Ханс Питер Бэр, являющийся автором труда "Секьюритизация активов". В отношениях между кредитором и заемщиком им выделены следующие фазы изменения:

- в первой фазе банки осуществляют традиционные функции и получают процентную маржу;
- вторая фаза характеризуется вступлением инвесторов и заемщиков в прямые отношения друг с другом, а роль банков сводится к сопровождению сделок (зарабатывание комиссии для инвестиционных банков);
- для третьей фазы характерно окончательное исключение банков из процесса движения капитала, при этом даже инвестиционные банки, еще присутствовавшие во второй фазе, могут потерять спрос на свои услуги³.

Быстрому развитию международных финансово-кредитных отношений способствовало появление транснациональных корпораций. Выход бизнеса на международный уровень предопределил поиск механизмов, покрывающих нарастающие потребности в финансировании, исключая банковскую систему, при помощи инструментов рынка ценных бумаг. Одним из таких механизмов привлечения финансирования является секьюритизация.

Несмотря на длительный период функционирования механизма, общепринятое определение понятия "секьюритизация" отсутствует. Экономическая литература и нормативно-правовые акты содержат различные трактовки секьюритизации. Вместе с тем среди общего многообразия можно выделить две основные группы: одна основана на описании секьюритизации в качестве определенного процесса, другая - на указании экономической сущности секьюритизации⁴.

³ Бэр Х.П. Секьюритизация активов. Москва : Волтерс Клувер, 2006.

⁴ Туктаров Ю. Секьюритизация и уступка будущих требований // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

К первой группе необходимо отнести определение, отраженное в законе о секьюритизации Сингапура: "Секьюритизация в своей основной форме - это процесс, в котором активы или права на них продаются или иным образом передаются в пользу Special Purpose Vehicle (SPV), или юридического лица специального назначения (спецюрлица), которое привлекает денежные средства за счет выпуска ценных бумаг, обеспеченных в первую очередь этим активом".

Тождественное определение приводится в действующих в США Правилах о ценных бумагах (ABS Rules), в которых приводится следующая формулировка: "Секьюритизация - финансовая техника, в которой финансовые активы, в большинстве случаев менее ликвидные, собираются вместе и конвертируются в инструменты, которые могут быть предложены и проданы на рынке ценных бумаг"⁵.

Вместе с тем, кроме определений секьюритизации активов через процесс, следует выделить определения секьюритизации через указание на ее сущность, состоящую в "конвертации" определенных активов в ценные бумаги фондового рынка, такие как облигации и сертификаты участия. Основное слово здесь, хотя и является образным ("конвертация"), но достаточно емко отражает сущность секьюритизации, при которой одни финансовые активы начинают представляться через ценные бумаги фондового рынка, в силу сферы своего применения обладающие высокой степенью ликвидности (обращаются на бирже, передаются посредством записей по счету, заменимы в рамках одного выпуска).

Появление и развитие секьюритизации стали логическим продолжением общей тенденции повышения роли ценных бумаг. При рассмотрении секьюритизации с экономической точки зрения установлена тенденция к совершенствованию источников финансирования при управлении рисками и повышающейся роли финансовых инструментов на рынке ценных бумаг. При рассмотрении секьюри-

⁵ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги / Фонд "Институт экономики города". Москва, 2008.

тизации с юридической точки зрения она является результатом развития двух многовековых тенденций права: снижение уровня ответственности и поиск обеспечения⁶.

Секьюритизацию можно рассматривать как и в узком, так и в широком смысле. Принципиальным отличием секьюритизации в широком и узком смысле является роль банка или его отсутствие в процессе секьюритизации. В широком смысле, секьюритизация представляет собой замещение банковского кредита при финансировании компаний эмиссией ценных бумаг, при исключении банка как кредитного посредника при движении денежных средств⁷.

Так, секьюритизацией в узком смысле является инновационная техника финансирования, предусматривающая объединение неликвидных финансовых активов в виде банковских кредитов в портфели однородных активов, которые являются обеспечением выпускаемых облигаций⁸.

В ходе изучения экономической литературы и международных нормативно-правовых актов автором расширено определение секьюритизации активов организаций как эмиссии спецурлицом обеспеченных ценных бумаг, исполнение по которым осуществляется за счет поступлений от портфеля активов либо прав на данные активы.

Секьюритизация активов характеризуется широким составом участников, выполняющих определенные функции.

Значимость секьюритизации активов существенна, потому что имеет ряд неоспоримых преимуществ как для originатора, так и для инвесторов. Под originатором следует понимать экономический субъект (обычно это банк) передающий спецурлицу (SPV) портфель активов, обеспеченных денежными потоками от данных активов.

Необходимо выделить наиболее существенные преимущества секьюритизации активов для originатора:

⁶ Улюкаев С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать // Экономическая политика. 2010. № 1.

⁷ Берзон Н.И. Фондовый рынок и операции с ценными бумагами. Москва : Вита-Пресс, 2002. Гл. 10.

⁸ Там же.

- понижение кредитного риска на передаваемые активы. Кредитный риск originатора ограничен обеспечением и суммами, предоставленными для увеличения кредитного качества. Применительно к банкам это может способствовать снятию ограничений по регулятивному капиталу в соответствии с действующим законодательством. Кроме того, у originатора остается возможность получения будущих прибылей из активов;

- привлечение денежных средств в определенном размере, уплачиваемом спецюрлицом (SPV) при продаже и передаче участвующих в механизме секьюритизации активов;

- диверсификация источников финансирования. Секьюритизация предоставляет originаторам возможность (почти) напрямую получить доступ к фондовому рынку при отсутствии необходимости эмиссии собственных ценных бумаг. Таким образом, для originаторов секьюритизация позволяет расширить перечень возможных источников финансирования, не ограничиваясь банковским кредитованием. Originаторы, уже имеющие прямой доступ на фондовый рынок, часто осуществляют секьюритизацию с целью демонстрации фондовым рынкам наличия самой возможности секьюритизации в качестве источника финансирования;

- увеличение эффективности баланса. При осуществлении механизма классической секьюритизации путем продажи портфеля активов, часть активов повышенного риска может быть передана с баланса originатора и замещена денежными средствами. Таким образом, будет достигнуто улучшение определенных показателей баланса за счет средств, полученных от секьюритизации и направленных на погашение текущих обязательств. В результате соотношение собственных и заемных средств будет увеличено;

- снижение издержек на привлечение финансирования. Совокупные расходы на проведение секьюритизации при сравнении с банковским кредитованием могут быть ниже. Как правило, кредитное качество секьюритизации активов выше по сравнению с совокупными активами на балансе;

- балансировка активов и пассивов. Секьюритизация представляет собой инструмент для балансировки активов и пассивов;

- повышение конкурентоспособности в целом. Применение секьюритизации позволяет снизить стоимость и диверсифицировать источники финансирования, тем самым представляя конкурентные преимущества на рынке;

- улучшение финансовой состоятельности и положительной корпоративной истории эмитента. Осуществление секьюритизации имеет важное значение в формировании положительной корпоративной истории эмитента.

Для инвесторов можно выделить следующие преимущества секьюритизации активов:

- инвестирование осуществляется в разнообразные виды активов, которые характеризуются различным обеспечением и обладают вариативной доходностью и рисками в зависимости от вида обеспечения. Оптимизация структуры портфеля инвесторов дает возможность приобретения активов на различных рынках в различных сегментах;

- обеспеченные ценные бумаги прямо не связаны с риском понижения рейтинга у единичного заемщика, поскольку в обеспечении активов находится широкий перечень однородных активов;

- обеспеченные ценные бумаги обладают меньшей волатильностью по сравнению с облигациями корпоративных заемщиков.

1.2 Классификация секьюритизации активов

В экономической литературе, многие авторы выделяют несколько видов секьюритизации активов. Основными отличительными признаками секьюритизации активов являются:

- 1) вид обеспечиваемого актива;
- 2) механизм проведения.

Рассмотрим указанные признаки подробнее.

1. С точки зрения вида обеспечивающего актива, а именно типа формируемого денежного потока "секьюритизация активов" (Asset Securitisation) подразделяется на две группы: секьюритизация существующих требований (Present Flow Securitisation) и секьюритизация будущих требований (Future Flow Securitisation) (см. рисунок 1)⁹.

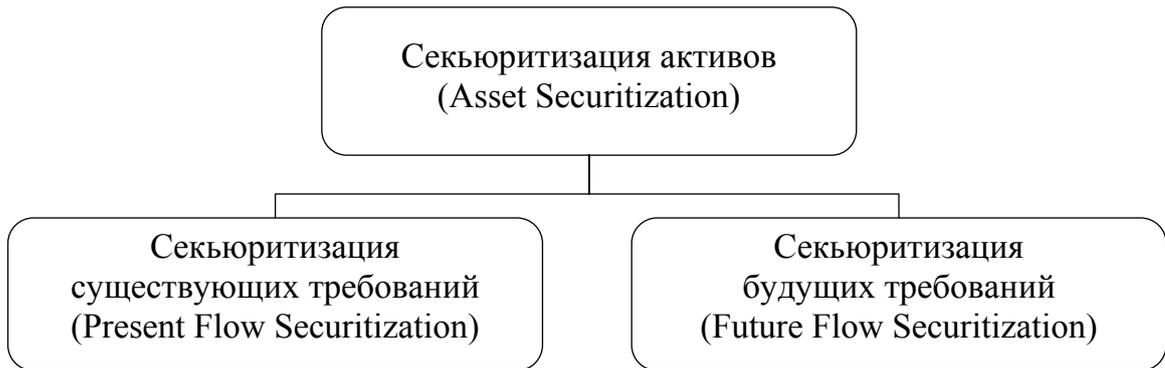


Рисунок 1 - Классификация секьюритизации по виду денежного потока

В свою очередь, перечень видов активов, по которым возможно проведение секьюритизации, достаточно разнообразен и продолжает расширяться.

Общепризнанными во всем мире считаются следующие классы активов и прав требований:

а) ценные бумаги обеспеченные ипотекой (MBS или Mortgage-Backed Security):

- закладные на жилую недвижимость (RMBS или Residential Mortgage-Backed Securities);

- закладные на коммерческую недвижимость (CMBS или Commercial mortgage-backed securities) (в том числе доходы от коммерческой недвижимости);

б) ценные бумаги обеспеченные активами (ABS или Asset-Backed Security):

- поступлениями денежных потоков от кредитов на покупку автомобилей;

- поступлениями денежных потоков от потребительских кредитов;

⁹ Некторов А. Философия секьюритизации активов // РЦБ. 2007. № 9.

- поступлениями денежных потоков от кредитных карт;
- поступлениями денежных потоков от лизинговых договоров;
- поступлениями денежных потоков от кредитов малому и среднему бизнесу;
- поступлениями денежных потоков будущих периодов (например, диверсифицированные платежные права);

в) долговые обязательства обеспеченные облигациями (CDO или Collateralised Debt Obligations).

2. С точки зрения механизма проведения секьюритизации существует две общепризнанные схемы секьюритизации активов: классическая и синтетическая.

Сам механизм секьюритизации является процессом, при котором активы переводятся в более ликвидную форму.

Таким образом, в аспекте осуществления механизма секьюритизации, секьюритизация может быть рассмотрена в качестве финансовой операции по преобразованию денежных потоков от активов в ценные бумаги, при которой между участниками сделки проходит перераспределение риска.

Рассмотрим механизм классической схемы секьюритизации активов.

Процесс секьюритизации содержит в себе несколько этапов, характеризующих деятельность его участников от выдачи кредита до погашения ценных бумаг обеспеченных данными кредитами.

1. Формирование портфеля активов.

Необходимо сформировать портфель активов с высокой степенью однородности показателей ликвидности, срочности и кредитного риска. Портфель кредитов необходимо аккумулировать, в результате появится механизм аккумулирования данных активов за балансом, а именно на балансе организации специального юридического лица (SPV). С юридической точки зрения спецюрлицо (SPV) является организационно-правовой формой, юридически не зависящей от своего владельца, учреждаемой для четко определенных целей.

Далее выданные активы проходят сортировку, после чего происходит реализация активов, или действительная продажа (true sale). Таким образом, перечень

активов переходит на баланс спецюрлица (SPV), которое привлекает платежного агента для проведения эмиссии обеспеченных ценных бумаг и деления данной эмиссии на младшие и старшие транши.

Реализация активов является значимой, поскольку прямо влияет на баланс оригинатора (размещение за балансом) и позволяет выполнить основные принципы ведения бухгалтерского учета (Generally Accepted Accounting Practices или GAAP) и требования по достаточности капитала.

2. Эмиссия обеспеченных ценных бумаг.

Данный этап является ключевым и проходит при взаимодействии широкого перечня участников сделки: эмитента ценных бумаг, рейтинговой компании, андеррайтера, гаранта (например, страховой компании) и аудиторской компании. Взаимодействие участников сделки осуществляется на заранее определенных условиях фиксированной комиссии каждого участника. Результат данного взаимодействия - появление информационного меморандума.

При проведении эмиссии происходит деление ценных бумаг на старшие и младшие транши. Данное деление подразумевает очередность выполнения обязательств: в первую очередь, обязательства выполняются по старшим траншам (пониженный риск), в последующую - по младшим траншам (повышенный риск). В результате эмиссии происходит размещение на фондовом рынке, при котором денежные средства от размещения поступают оригинатору.

3. Аккумуляция денежных потоков для выплат и погашение ценных бумаг.

Денежные средства заемщиков, выплачиваемые по обязательствам, собираются оригинатором в целях обеспечения платежей по ценным бумагам с учетом процентов. В результате происходит погашение ценных бумаг.

Механизм классической секьюритизации отражен на рисунке 2.

Все участники процесса секьюритизации выполняют характерные для них функции.

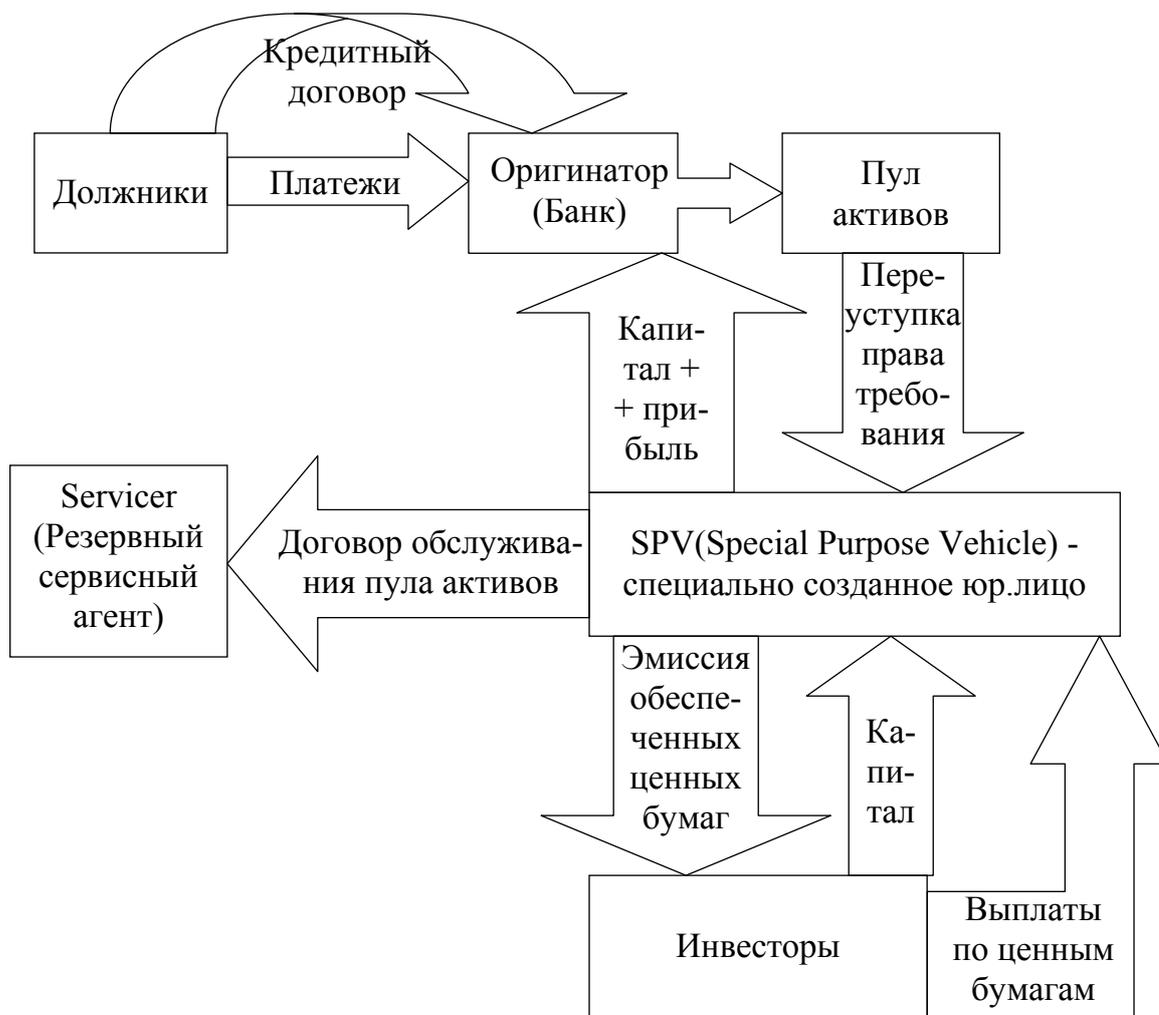


Рисунок 2 - Классическая секьюритизация активов

Так, оригинатор, одновременно являющийся сервисным агентом, осуществляет сбор и обслуживание портфеля активов. Как сервисный агент он проводит получение платежей, распределение их по соответствующим счетам, взыскание залога по кредитам с просроченной задолженностью¹⁰.

В качестве организации-накопителя выступает специально созданное юридическое лицо (Special Purpose Vehicle) или спецюрлицо (SPV), которое выкупает у оригинатора портфель активов и осуществляет эмиссию ценных бумаг. Активы находятся на балансе спецюрлица (SPV).

Резервный сервисный агент используется в случае прекращения оригинатором обслуживания портфеля активов.

¹⁰ Резванова Л.М. Механизм секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования // Банковское кредитование. 2008. № 1.

Кредитная поддержка секьюритизации оказывается гарантом (как правило, крупным банком либо страховой компанией). Поддержка ликвидности банком или страховой компанией влечет зависимость рейтинга сделки секьюритизации от рейтинга самого гаранта.

Функция платежного агента заключается в осуществлении работы с ценными бумагами - в траншировании и эмиссии.

Организатор-андеррайтер принимает участие в проведении сделки секьюритизации: осуществляет оценку и поддержание определенного диапазона цен конкретного выпуска обеспеченных ценных бумаг.

Консалтинговая компания проводит консультации по юридическим и налоговым вопросам.

Рейтинговое агентство осуществляет анализ параметров портфеля активов и финансовой устойчивости участников сделки, результатом которого является присвоение эмитируемым ценным бумагам рейтинга.

Инвесторы производят вложения денежных средств в выпускаемые ценные бумаги.

При рассмотрении механизма секьюритизации, помимо ее классической схемы, достаточно распространенной является синтетическая секьюритизация, при осуществлении которой портфель активов выделяется у originатора на балансе при отсутствии продажи данных активов специализированной структуре (SPV).

Международная практика проведения сделок традиционной секьюритизации свидетельствует о большом количестве законодательных барьеров, в отличие от механизма синтетической секьюритизации. В результате в некоторых странах, таких как Германия, где правовые ограничения препятствуют проведению сделок традиционной секьюритизации, основой данного рынка является механизм синтетической секьюритизации¹¹.

В международном сообществе синтетическая секьюритизация еще не нашла однозначного толкования. Так, Базельским надзорным комитетом Банка междуна-

¹¹ Туктаров Ю. Общие вопросы синтетической секьюритизации // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

родных расчетов (далее - Базельский комитет) (Committee on Banking Supervision of the Bank for international Settlements) максимально широко определено понятие синтетической секьюритизации и включает в этот институт все деривативы, которые направлены на управление кредитными рисками¹².

В своем исследовании по секьюритизации активов Базельский комитет указывает, что под синтетической секьюритизацией понимаются структурированные сделки банков по передаче кредитного риска с использованием кредитных деривативов. Кредитный риск может быть передан третьим лицам, в том числе страховым компаниям, другим банкам и нерегулируемым лицам.

Встречается и более четкое определение синтетической секьюритизации, в котором она рассмотрена как эмиссия ценных бумаг, содержащих условия кредитного дериватива.

Проведение синтетической секьюритизации направлено на воспроизведение результатов традиционной секьюритизации. Вместе с тем такой результат не может быть достигнут по причине существенных различий между видами секьюритизации. Рассмотрим базовые отличия:

- Синтетическая секьюритизация - балансовый механизм финансирования, в то время как традиционная секьюритизация - внебалансовый механизм финансирования. Для originатора синтетическая секьюритизация дает возможность высвободить капитал на резервирование от кредитных рисков, но не позволяет originатору перевести активы с баланса. В результате при проведении синтетической секьюритизации соотношение капитала и задолженности остается неизменным.

- Обязательным условием сделки традиционной секьюритизации является создание спецюрлица (SPV) при отсутствии данного условия для синтетической секьюритизации. При осуществлении продажи активов в сделке необходим контрагент - покупатель. Покупателем является спецюрлицо (SPV), ограниченное в проведении иных финансово-хозяйственных операций. Проведение отдельных сделок

¹² Официальный сайт Базельского комитета по надзору при Банке международных расчетов. URL: <http://www.bis.org/bcbs/index.htm>.

синтетической секьюритизации менее затратно по причине отсутствия спецюрлица (SPV). В результате оригинатор является балансодержателем активов.

- Функциональное назначение синтетической секьюритизации состоит в защите от кредитного риска (хеджирование), в то время как назначение традиционной секьюритизации - привлечение дешевых финансовых ресурсов. Во многих странах отсутствует динамика развития секьюритизации по причине наличия существенных формальностей в передаче активов, таких как уведомление должника о передаче права требования долга. Подобные обстоятельства понижают экономическую эффективность сделок секьюритизации. Как следствие, секьюритизация не может получить должного развития до принятия законов о регулировании секьюритизации. Вместе с тем текущее развитие должного законодательного регулирования российского рынка секьюритизации осуществляется достаточно медленно.

При проведении синтетической секьюритизации заключается кредитный дериватив - договорное обязательство, в рамках которого одна сторона (является покупателем защиты) передает за вознаграждение кредитные риски по конкретному портфелю обязательств другой стороне (является продавцом защиты). Заключение кредитного дериватива возможно в нескольких вариантах.

В зависимости от типов либо от качества активов покупатель защиты заключает кредитный дериватив о свопе на полный возврат (Total return swap), своп на случай неисполнения обязательств (Credit default swap) либо формирует иной кредитный дериватив¹³.

Рассмотрим основные аспекты кредитных деривативов, упомянутых выше:

- Своп на полный возврат.

Своп на полный возврат иногда отождествляют со сделкой РЕПО. При данном свопе покупатель платит продавцу защиты вознаграждение, сопоставимое с процентами по обязательству. В случае роста рыночной цены обязательства покупатель защиты должен выплатить сумму повышения курсовой стоимости обяза-

¹³ Туктаров Ю. Общие вопросы синтетической секьюритизации // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

тельства¹⁴. И наоборот, при понижении рыночной стоимости обязательства продавец выплачивает покупателю защиты сумму понижения курсовой стоимости обязательства. При сроке действия обязательств, равных сроку обращения инструмента, продавец выплачивает покупателю номинальную стоимость конкретных обязательств, в то время как покупатель выплачивает продавцу защиты только фактические поступления по обязательствам.

- Свop на случай неисполнения обязательств.

Свop на случай неисполнения обязательств имеет общие черты, характерные для банковской гарантии. В соответствии с договорными обязательствами, заключенными при данном свопе, покупатель защиты (сторона, получающая защиту) выплачивает вознаграждение продавцу защиты с целью бесперебойного получения платежей по правам требования при наступлении событий, влияющих на кредитоспособность заемщиков по определенным правам требования. По сути, название свопа "на случай неисполнения обязательств" для кредитного дериватива является производным от возникаемого события¹⁵.

- Облигации, привязанные к кредиту (credit-linked notes).

Основным условием данной категории облигаций является наличие свопа на случай неисполнения обязательств. Владелец облигаций в течение срока обращения получает купонный доход по данной ценной бумаге. При возникновении определенного кредитного события (банкротства должника, понижения рейтинга должника, дефолта) до момента погашения облигаций данные ценные бумаги обычно погашаются эмитентом по номиналу¹⁶.

В зависимости от существенных условий, определенных в каждом выпуске, погашение облигаций производится по номиналу за вычетом фиксированной величины либо по стоимости, отраженной в котировке на рынке ценных бумаг, полученной после определенного кредитного события.

¹⁴ Там же.

¹⁵ Там же.

¹⁶ Туктаров Ю. Общие вопросы синтетической секьюритизации // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

1.3 Управление рисками в процессе секьюритизации

Успех механизма секьюритизации активов может быть объяснен тем, что он "позволяет обеспечить выпускаемым инструментам более высокий рейтинг, чем общий рейтинг самой компании, привлекающей финансирование, в связи с отделением надежных активов от других активов и рисков компании"¹⁷.

Применения меры понижения рисков в сделках секьюритизации активов, необходимо принимать во внимание стандартные правила риск-менеджмента, а именно: необходима максимальная точность в оценке предполагаемых рисков. Ошибочно недооценивать или переоценивать влияние тех или иных факторов.

Экономический эффект секьюритизации достигается за счет минимизации различных рисков.

Следует выделить три группы рисков, влияющих на секьюритизацию активов:

- риски, влияющие на стабильность денежного потока;
- риски, связанные с участниками сделки и структурой оригинатора;
- риски секьюритизируемых активов.

Рассмотрим указанные риски подробнее.

1. Можно выделить следующие факторы риска, влияющие на стабильность денежного потока при сделке секьюритизации:

- а) Зачет со стороны банка к владельцу счета.

При осуществлении банком зачета встречных требований, предъявляемых к владельцу счета (специорлицу, оригинатору), денежные средства на данном счете, направляемые для платежей по договору займа и облигациям, будут недоступны для специорлица и владельцев облигаций пропорционально размеру предъявленного зачета. Если в договоре банковского счета данный пункт не предусмотрен,

¹⁷ Сеницын А.В. Налоговые аспекты секьюритизации активов / Департамент консультирования по налогообложению и праву "Делойт" // Налоговая политика и практика. 2009. № 2.

то денежные требования к клиенту по оплате услуг банку прекращаются зачетом¹⁸. В целях устранения данного риска со стороны банка договор банковского счета должен содержать запрет на проведение зачета встречных требований со стороны банка¹⁹.

б) Банкротство банка.

В соответствии с российским законодательством денежные средства на банковском счете конкретного владельца не могут быть отделены от обязательств со стороны банка перед другими контрагентами, имеющими счета. Вышеизложенная проблема возникает при банкротстве банка, в результате денежные средства на счете в полном объеме включаются в конкурсную массу и владелец данного счета может предъявлять свои требования на денежные средства в процессе дела о банкротстве, соответственно он является одним из конкурсных кредиторов. Таким образом, для денежных средств спецюрлица (SPV) или оригинатора появляется риск потерь, которые имеют следующие особенности:

- Центральный банк РФ при приостановлении полномочий исполнительных органов банка и назначении временной администрации имеет право вводить мораторий на удовлетворение требований кредиторов на срок, не превышающий трех месяцев²⁰. Мораторий действует на обязательства банка перед владельцем счета на перечисление денежных средств.

- В момент приостановления полномочий исполнительных органов банка руководитель временной администрации имеет право не выполнять ранее заключенные банком договоры, в том числе договоры банковского счета²¹. Данные особенности при проводимом банкротстве банка являются фактором риска для поступающего на счет спецюрлица (SPV) стабильного денежного потока. Кроме того, в российском законодательстве и сложившейся судебной практике не предусмотрено применение залога в качестве формы обеспечения, поэтому денежные

¹⁸ Гражданский кодекс Российской Федерации. Ст. 853.

¹⁹ Там же. Ст. 411.

²⁰ О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций : федер. закон от 25 февр. 1999 г. № 40-ФЗ. Ст. 26.

²¹ Там же. Ст. 27.

обязательства банка в данном случае будут необеспеченными. В результате при процедуре конкурсного производства банка спецюрлицо (SPV) будет конкурсным кредитором третьей очереди, что увеличивает вероятность невозврата денежных средств банком.

В целях снижения вышеуказанных рисков спецюрлицу (SPV) необходимо направлять денежные потоки в банки с максимально высокими рейтингами, поскольку сложившаяся практика показывает высокую устойчивость данных учреждений при наступлении неблагоприятных экономических условий. Кроме того, понижение рейтинга этого банка дает возможность перевода в банк, имеющий рейтинг, сопоставимый с предыдущим.

в) Банкротство originатора.

Права требования будут включаться в общую конкурсную массу при возможном банкротстве originатора. В залоге у спецюрлица SPV находятся данные права требования. В соответствии с п. 4 ст. 134 Федерального закона о несостоятельности (банкротстве) от 26 октября 2012 г. № 127-ФЗ требования кредиторов по обязательствам, которые обеспечены залоговым имуществом должника, подлежат удовлетворению за счет стоимости предмета залога в основном перед прочими кредиторами, за исключением обязательств первой и второй очереди, возникновение прав требований по которым произошло до момента заключения данного договора залога. В первую и вторую очередь кредиторов включаются выплаты за причинение вреда жизни и здоровью граждан, оплата труда и выходных пособий согласно трудовым договорам.

С учетом того что права требования находятся в залоге у спецюрлица (SPV), а требования по обязательствам, которые обеспечены залогом, подлежат удовлетворению за счет совокупной стоимости залога перед иными кредиторами, originатору необходимо иметь минимальный штат сотрудников, поскольку выплаты по трудовым договорам сотрудников при банкротстве originатора имеют приоритет перед выплатами по прочим обязательствам.

2. В целях снижения рисков, возникающих в процессе секьюритизации активов, спецурлицо и участники сделки должны соответствовать следующим требованиям:

а) Организационно-правовая форма спецурлица - акционерное общество. Российское законодательство содержит закрытый перечень оснований, когда акционеры могут требовать у акционерного общества выкупа акций:

- в случае реорганизации общества;
- в случае заключения крупной сделки, для проведения которой необходимо общее собрание акционеров;
- в случае внесения в устав общества изменений, ущемляющих права акционеров, либо принятие новой редакции устава при голосовании акционерами против принятия.

Выкуп акций должен осуществляться по рыночной стоимости. Таким образом, для спецурлица акционерное общество является наиболее предпочтительной организационно-правовой формой.

б) Наличие ограничений в структуре акционерного капитала.

Сложности с исполнением обязательств возможны при вмешательстве в деятельность originатора контролирующих бенефициаров. В целях снижения риска сопоставимый по стоимости пакет акций originатора необходимо передать в залог спецурлицу до исполнения originатором обязательств по займу.

в) Ограничения на виды деятельности.

Спецурлицо должно иметь ограниченный перечень видов деятельности, требуемых для выполнения обязательств. Необходимость ограничений вызвана риском снижения платежеспособности при осуществлении непрофильной деятельности, не связанной с выполнением обязательств. Таким образом, спецурлицо не должно владеть непрофильными активами и учредительные документы спецурлица должны содержать закрытый перечень видов деятельности.

г) Ограничение на проведение реорганизации.

Продажа акций спецурлица третьим лицам либо его реорганизация в определенных случаях влечет за собой нежелательные последствия. В целях пониже-

ния данного риска в договоре уступки права требования необходимо внести ограничения по запрету реорганизации и продажи своих активов до исполнения всех обязательств.

д) Необходимость отсутствия штата сотрудников.

Присутствие в штате спецюрлица сотрудников увеличивает риски неисполнения обязательств при наступлении банкротства спецюрлица, поскольку ст. 134 Федерального закона о несостоятельности (банкротстве) от 26 октября 2012 г. № 127-ФЗ предусматривает приоритет выплат физическим лицам перед требованиями кредиторов по прочим обязательствам. Для устранения риска первоочередных выплат физическим лицам перед требованиями иных кредиторов спецюрлицо не должно иметь трудовых либо гражданско-правовых договоров с физическими лицами²².

е) Необходимость анализа конфликта интересов организатора-андеррайтера сделки и рейтинговых агентств.

Организаторы (инвестиционные компании и банки) получают комиссии по итогам выпуска соответствующих ценных бумаг, как следствие, возникает конфликт интересов в добросовестном выполнении ранее взятых обязательств, так как они становятся заинтересованы в больших объемах сделок при снижении качества секьюритизируемых активов.

Рейтинговые агентства также получают комиссии по итогам выпуска соответствующих ценных бумаг, в результате чего имеет место проведение предварительного конкурса между рейтинговыми агентствами, где ключевым условием для победы является потенциальный рейтинг, присвоенный для конкретного выпуска. Таким образом, снова возникает конфликт интересов в добросовестном выполнении обязательств рейтинговых агентств вследствие заинтересованности в больших объемах сделок при ухудшении методологии присвоения рейтинга конкретного выпуска ценных бумаг.

3. Секьюритизируемые активы подвержены следующим видам рисков:

²² Соболев Д. Секьюритизация доходов от коммерческой недвижимости // РЦБ. 2007. № 15 (342).

а) Кредитный риск давно и широко известный вид риска, присутствующий в любых сделках. В общем, кредитный риск - это возможность неисполнения или исполнения ненадлежащим образом контрагентом своих обязательств по сделке, который могут повлечь получение убытков другой стороне. Системной причиной, влияющей на степень кредитного риска, является уровень социально-экономической стабильности в стране.

Практика выработала ряд способов защиты, такие как: проведение анализа и продолжение мониторинга финансового состояния должника, принятие обеспечительных мер в виде залога и поручительства, возможность инициирования процедуры банкротства и т.д.

Кроме того, в качестве механизма понижения кредитного риска, необходимо выделить страхование. Практику страхования в области кредитования можно условно поделить на две категории: страхование отдельного кредита или осуществление страхового покрытия портфеля кредитов.

Возможности применения страхования при проведении сделок секьюритизации ограничены, так как: а) страхование предполагает несение определенных расходов и, как следствие, рост издержек; б) при использовании страхования возникает зависимость сделки секьюритизации от рейтинга страховой компании.

Вместе с тем в качестве еще одного механизма понижения кредитного риска применяется субординация.

Субординация представляет собой размещение нескольких классов ценных бумаг с разными правами в рамках одного выпуска обеспеченных ценных бумаг. Общепринятой формой данного механизма является деление эмиссии обеспеченных ценных бумаг на несколько уровней или классов, которые обозначаются латинскими буквами: А, В, С, D и т.д.²³

На рисунке 3 приведен пример структурирования обеспеченных ценных бумаг нескольких классов с переменным порядком погашения: А (старший класс), В, С и D (субординированные классы).

²³ Туктаров Ю. Секьюритизация и уступка будущих требований // Энциклопедия Российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

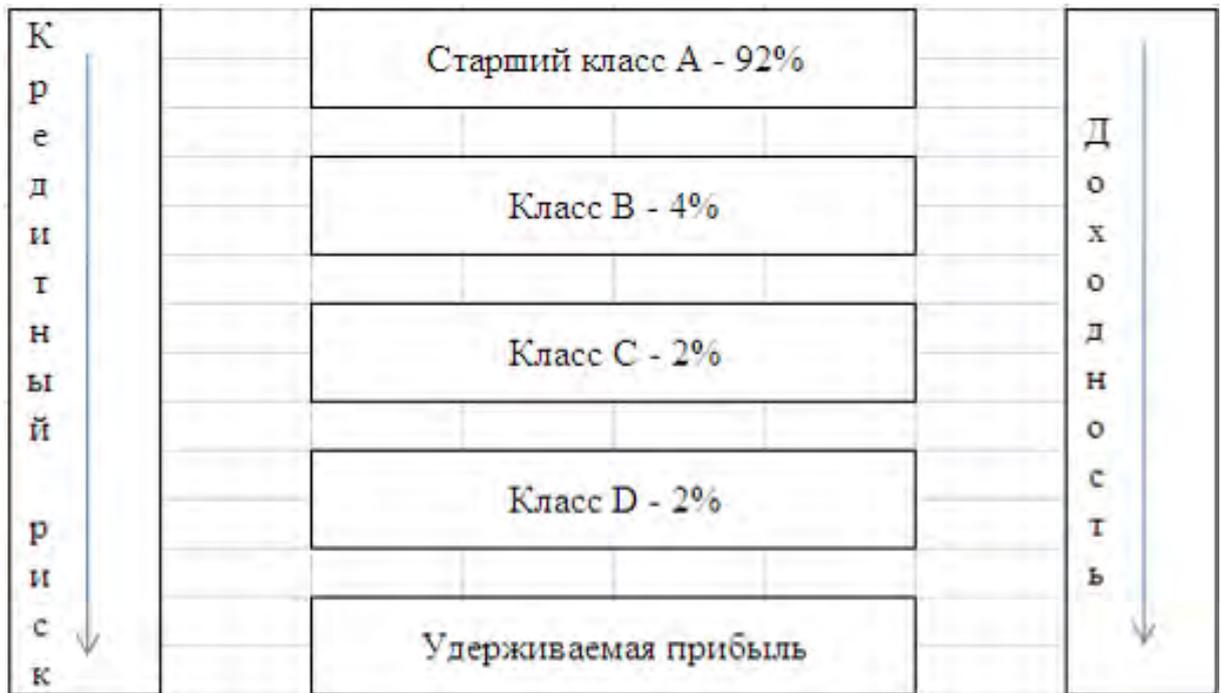


Рисунок 3 - Структура субординации

Перечисление процентов происходит по всем классам сразу. Перечисление основного долга владельцам ценных бумаг младших классов осуществляется при условии полного погашения основного долга владельцам ценных бумаг старших классов. Соответственно показатели кредитного риска и доходности повышаются от класса А к классу D. С учетом того что класс А имеет первоочередной приоритет в погашении перед иными классами В, С и D, он имеет более низкую доходность и более низкий кредитный риск.

б) Риск досрочного погашения является риском кредитора по получению от должника полной или частичной оплаты по обязательствам ранее предусмотренных договором сроков. Результатом является сокращение сроков договоров, что приводит к недополучению прогнозируемой прибыли. В данном случае для инвесторов появляются инвестиционные риски.

Риск досрочного погашения зависит от многих факторов. Среди этого множества одним из основных являются тенденции по изменению процентных ставок на финансовом рынке.

Понижение ставок на финансовом рынке стимулирует должников к замещению ранее принятых обязательств по более высоким ставкам на новые обяза-

тельства по пониженным ставкам. Необходимо отметить, что рост объемов досрочного погашения обязательств способствует понижению процентных ставок.

Вероятность досрочного погашения обязательств является ключевым моментом в оценке риска досрочного погашения. Общественная ассоциация ценных бумаг США (PSA или Public Securities Association) разработала базовую модель досрочного погашения более известную как PSA (Prepayment Standart Model).

К примеру, рассмотрим эталонный график 100 % PSA. Постоянная скорость предоплаты (CPR) в первый месяц составит 0,2 % и будет увеличиваться на 0,2 % в каждый последующий месяц до тридцатого месяца. Начиная с тридцатого месяца и в последующие месяцы 100 % PSA предполагает фиксированный годовой процент досрочного погашения 6 % CPR (см. рисунок 4). CPR, равный 6 %, показывает, что в течение года ожидается предоплата 6 % баланса кредита.

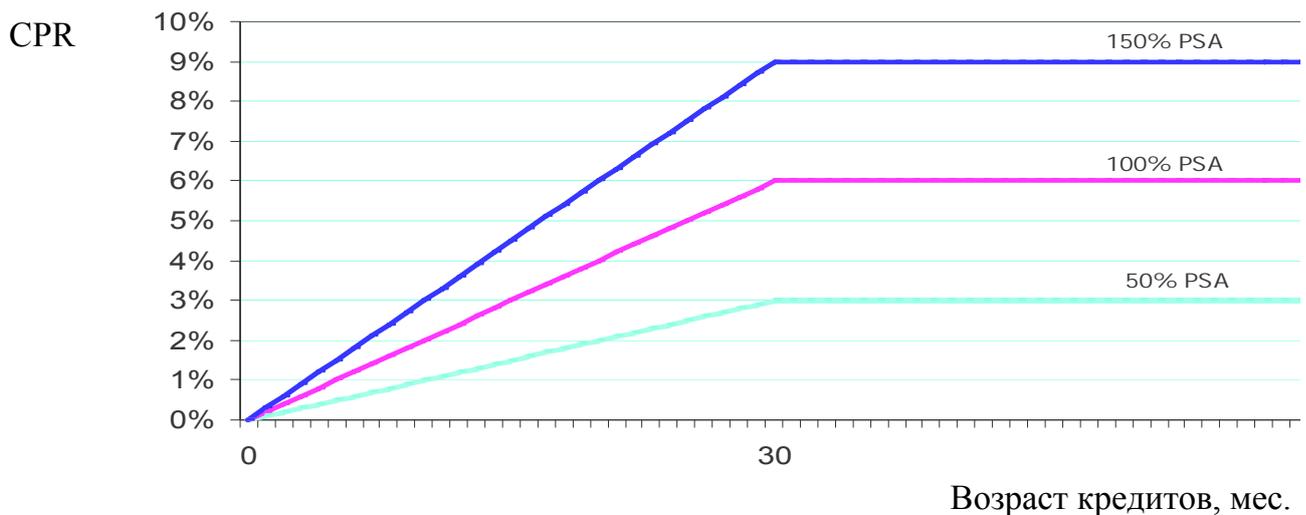


Рисунок 4 - Базовая модель досрочного погашения

С учетом вышеизложенного, необходимо отметить, что прогнозирование досрочного погашения обязательств в отдельных случаях указывается в процентном соотношении от базовой модели досрочного погашения.

Законодательство различных стран предусматривает защиту интересов кредиторов от преждевременного погашения обязательств заемщиками. В соответствии с законодательством отдельных стран Европейского союза, таких как Герма-

ния, должники не имеют возможности частичного или полного погашения по ипотечным обязательствам.

Статья 315 Гражданского кодекса РФ предусматривает возможность установления запрета на досрочное погашение путем закрепления такой нормы в договоре. Вместе с тем кредиторы не пользуются данными положениями гражданского законодательства.

в) Риск объявления дефолта заемщиком. Дефолт можно сформулировать как частичное либо полное неисполнение заемщиком ранее взятых обязательств по договору, при котором кредитор имеет право расторжения договора в одностороннем порядке и требования досрочного возврата кредита.

В банковской практике различают *declaration* (объявление кредитора о дефолте) и *delinquency* (последствие дефолта, выразившееся в убытках кредитора). Фактически, риск объявления дефолта заемщиком является одним из видов кредитного риска для обязательств из договоров займа и кредита. Одновременно риск дефолта заемщика можно рассматривать и как один из подвидов риска досрочного погашения: в обоих случаях договор прекращается ранее оговоренного сторонами при заключении договора срока. Меры защиты тождественны мерам защиты от кредитного риска.

г) Налоговый риск. Данный риск связан с возможностью перемен фискальной политики государства, ущемляющих или ограничивающих права и интересы сторон сделки. Секьюритизация наиболее подвержена налоговому риску по сравнению с иными финансовыми институтами, поскольку жизненный цикл обеспеченных ценных бумаг при секьюритизации в некоторых случаях составляет более сорока лет. Продолжительность обращения ценных бумаг свидетельствует о важности налогового риска.

Длительность обращения и сложность структуры сделки выводят налоговые риски в основную группу рисков, угрожающих сделке.

Организаторы, проводящие сделку, с высокой долей вероятности должны предвидеть, что взаимодействие сторон, участвующих в сделке, не вызовет увеличения налоговой нагрузки на денежный поток, гарантирующий выплаты инвесто-

рам, и размер будущих потенциально возможных обязательств по уплате налогов, сборов и иных платежей для originатора будет на приемлемом уровне.

Практика проведения сделок секьюритизации свидетельствует о передаче originатору потенциальных налоговых обязательств, возникающих при проведении сделки, основанием которых являются договорные обязательства о полном возмещении уплаченных инвесторами налогов²⁴.

Наиболее распространенными способами понижения налоговых рисков являются выбор страны с устойчивой правовой системой и отдельное закрепление договорных отношений по сделке праву данной страны.

В законодательной области в качестве примера уместно привести опыт Ирландии и Люксембурга. В данных странах принято специальное налоговое законодательство, которое регулирует порядок налогообложения для секьюритизационных компаний.

Согласно ирландскому законодательству прибыль спецюрлица (SPV) подлежит налогообложению по ставке 25 %. Вместе с тем ввиду того что прибыль секьюритизационного спецюрлица (SPV) при правильном структурировании может быть снижена практически до нуля, фактические расходы по уплате налога на доходы в Ирландии также будут близки к нулю.

В Люксембурге полученная прибыль спецюрлица SPV облагается ставкой в 29,63 %. Законодательство о секьюритизации Люксембурга рассматривает в качестве процентных расходов все обязательства спецюрлица SPV перед инвесторами или кредиторами по выпущенным обязательствам или правам участия в капитале. Соответственно, данные расходы позволяют снизить или уменьшить до нуля налогооблагаемую прибыль спецюрлица SPV²⁵.

Ключевые различия режимов налогообложения международной и внутри-страновой (локальной) секьюритизации представлены в таблице 1.

²⁴ Синицын А.В. Налоговые аспекты секьюритизации активов // Налоговая политика и практика. 2009. № 2.

²⁵ Буров В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации в некоторых развитых странах / PriceWaterhouseCoopers // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

**Таблица 1 - Различия режимов налогообложения международной
и российской секьюритизации**

Показатели	Проведение сделки по законодательству РФ	Проведение сделки по законодательству Европейского союза
Оценка стабильности режима налогообложения для эмитента	Применяются общие требования налогового законодательства; возможность применения нулевой ставки налога на прибыль эмитента в соответствии с подп. 29 п. 1 ст. 251 НК РФ	Высокая степень предсказуемости ввиду наличия профильного законодательства; возможность получения нулевой налоговой нагрузки эмитента
Режим налогообложения доходов держателей облигаций от получения процентов	Обложение налогом на прибыль процентных доходов инвесторов по пониженной ставке в соответствии с п. 4 ст. 284 НК РФ	Отсутствие налогообложения процентных доходов инвесторов по облигациям
Передача активов на этапе формирования портфеля	Проведенные сделки не содержали этап формирования портфеля активов. В соответствии с налогообложением продажа (передача) дополнительного актива должна рассматриваться в качестве отдельной сделки	Продажа (передача) активов рассматривается в качестве отдельной сделки
Операции по обслуживанию портфеля активов	Обложение налогом на добавленную стоимость сумм комиссий сервисного агента (не считая банковских услуг необлагаемых в соответствии с подп. 3 п. 3 ст. 149 НК РФ)	Частичное освобождение сумм комиссии от уплаты НДС в РФ по месту оказания услуг в соответствии со ст. 147-148 НК РФ
	Регистрация в РФ эмитента по законодательству РФ подразумевает его статус в качестве налогоплательщика. Создание постоянного представительства иностранной организации в соответствии со ст. 306 НК РФ не требуется	В процессе обслуживания активов присутствует риск регистрации эмитентом в РФ постоянного представительства иностранной организации
Расходы связанные с проведением сделки секьюритизации	В соответствии со ст. 252 НК РФ понимаются экономически оправданные затраты, направленные на получение доходов. При условии отсутствия доходов для целей налогообложения существует риск не принятия понесенных расходов эмитента	Риск налогообложения НДС услуг оказываемых эмитенту в соответствии со ст. 148 НК РФ

Отличительная особенность рынка секьюритизации РФ - отсутствие специализированного законодательства о секьюритизации до 1 июля 2014 г., то есть даты вступления в силу положений Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации".

д) "Риск процентных ставок - риск возможного снижения маржи вследствие негативного непредвиденного изменения процентных ставок на рынке"²⁶.

Основными причинами риска процентной ставки могут быть: - непредсказуемое изменение экономической конъюнктуры; - несогласованность сроков в активах и пассивах.

е) Страновой риск – действия суверенного правительства или экономические, политические и социальные изменения в стране, которые повлияют на способность должника данной страны исполнить свои обязательства²⁷.

Ключевыми факторами странового риска могут являться:

- политические программы правящей элиты и будущей возможной элиты;
- уровень прозрачности исполнительных органов власти страны;
- структура платежного баланса экономики и ее зависимость от узкого перечня товаров;
- стабильность денежно-кредитной политики;
- уровень жизни и социальной однородности населения в целом.

При планировании международных сделок секьюритизации необходим детальный анализ данных рисков, так как уровень страновых рисков может иметь "удвоенное" значение в связи с распространенным способом регистрации спецюрлица (SPV) в стране, отличной от страны, в которой находится сформированный портфель активов.

Таким образом, секьюритизация активов - это финансовая техника, в которой финансовые активы, в большинстве случаев менее ликвидные, собираются

²⁶ Ларионова И.В. Управление активами и пассивами в коммерческом банке. Москва : Консалтбанкир, 2003.

²⁷ Костюченко Н. Анализ кредитных рисков. Санкт-Петербург : Скифия, 2010.

вместе и конвертируются в инструменты, которые могут быть предложены и проданы на рынке ценных бумаг.

Секьюритизация активов имеет определенные преимущества как для originатора, так и для инвесторов.

Классификация секьюритизации активов производится на основании отличительных признаков, таких как вид обеспечиваемого актива и механизм проведения секьюритизации.

Механизм секьюритизации активов подразделяется на классическую секьюритизацию, являющуюся внебалансовым механизмом финансирования, и синтетическую секьюритизацию - балансовый способ финансирования.

Риски, возникающие в процессе секьюритизации активов, подразделяют на следующие группы:

- риски, влияющие на стабильность денежного потока;
- риски, связанные с участниками сделки и структурой originатора;
- риски секьюритизируемых активов.

Глава 2 ОСОБЕННОСТИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ ОРГАНИЗАЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И ЗА РУБЕЖОМ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ

2.1 Появление и развитие секьюритизации активов организаций в Российской Федерации

Общепринятая научная точка зрения свидетельствует о том, что в Российской Федерации секьюритизация появилась сравнительно недавно - в первой половине 2000 - х гг., после формирования и стабилизации финансового рынка и экономики в целом.

Вместе с тем простейшие механизмы выпуска обеспеченных ценных бумаг существовали еще в дореволюционной России. Закладные листы выпускались банками в дореволюционное время.

Устав земельных банков дореволюционного периода обычно содержал следующее: сумма закладных листов выпущенных в обращение не должна превышать более чем в 10 раз капитал банка и сумму долгосрочных ссуд выданных банком под залог недвижимой собственности (приложение А)²⁸.

Первые предпосылки развития современного рынка секьюритизации активов организаций в Российской Федерации появились, когда вскоре после распада Советского Союза страна начала переход от плановой экономике к формированию рыночной экономике.

В результате развития экономики на фоне высоких ежегодных темпов роста валового внутреннего продукта Российской Федерации, превышающих 4,7 % за

²⁸ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги / Фонд "Институт экономики города". Москва, 2008.

2000-2006 гг., и увеличения среднемесячных доходов на душу населения со 2281 руб. в 2000 г. до 10 196 руб. в 2006 г. в стране происходило формирование новых и развитие действующих финансовых учреждений: финансовых организаций и коммерческих банков, которым требовалось разработать эффективные методы по управлению, накоплению и финансированию активов, направленных на функционирование корпоративного и розничного кредитования.

Быстрый рост экономики сопровождался значительной инфляцией (см. таблицу 2), которая делает накопления нецелесообразными, а заимствования, наоборот, выгодными.

Таблица 2 - Инфляции в РФ с 2000 по 2006 г.

Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Инфляция, %	20,2	18,6	15,1	12	11,7	10,9	9

Источник. Федеральная служба государственной статистики. URL: www.gks.ru.

Продолжительность роста экономики, высокий уровень конкуренции на финансовом рынке, возможности привлечения финансирования с международных рынков капитала позволила увеличить сроки кредитования, понизить уровень ставок по кредитам и снизить требования к обеспечению заемщиков.

Вместе с тем общий объем заимствований к ВВП оставался на крайне низком уровне по сравнению с остальными европейскими странами (см. рисунок 6).

Другим аспектом, формирующим развитие финансового рынка Российской Федерации с начала его функционирования, стал недостаток предложения долгосрочных инвестиций на внутреннем рынке, необходимых для финансирования таких активов, как инфраструктурные проекты и ипотечные кредиты. Банковская система РФ финансируется преимущественно привлеченными средствами физических и юридических лиц, находящихся на банковских счетах. Привлечение данных средств, как правило, носит краткосрочный характер и не содержит запрета на досрочное изъятие. При использовании данных средств в финансировании долгосрочных программ банков, существенно увеличивается риск рефинансирования обязательств.

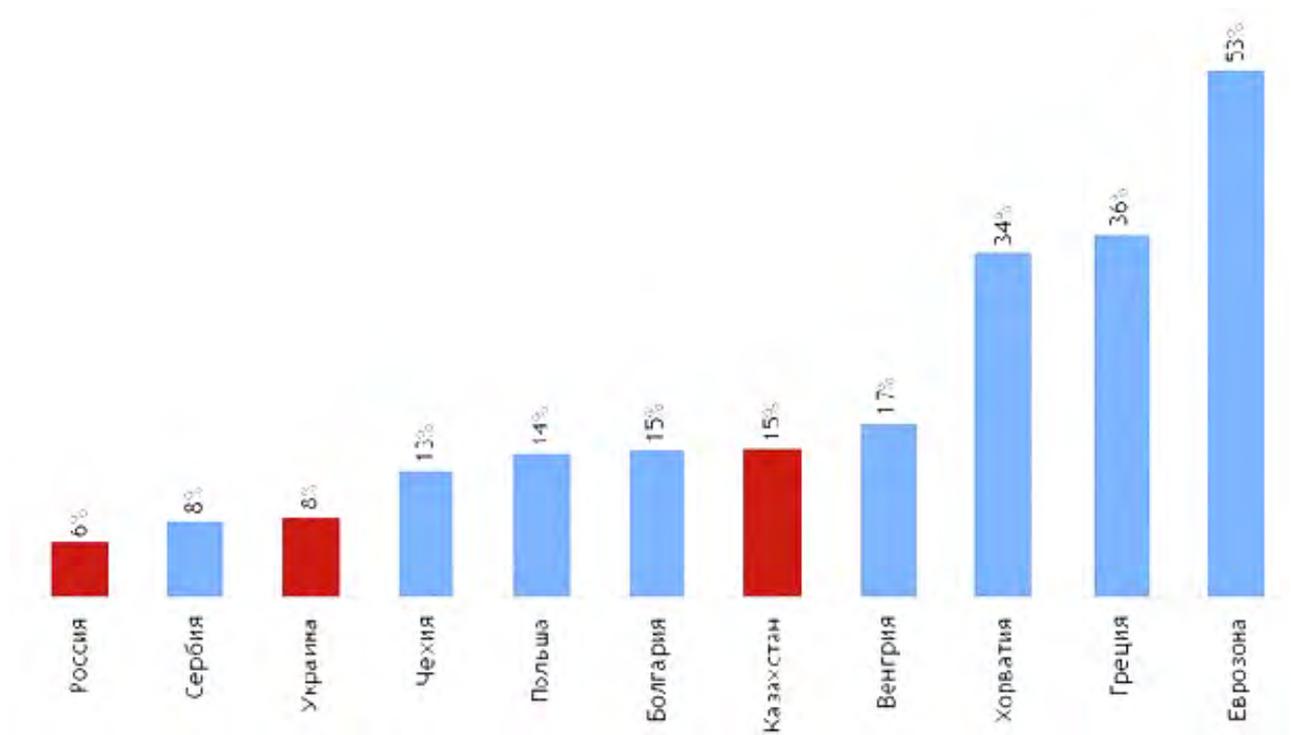


Рисунок 6 - Отношение объема кредитования к ВВП, (данные за 2006 г.)

Источник. Центральные банки соответствующих стран, макроэкономические исследования, исследование JP Morgan "Kazakhstan: living with the credit crunch" (Развитие и перспективы секьюритизации в странах СНГ / А. Штуппниг [и др.] // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.).

По мере развития кредитования в Российской Федерации у originаторов появились проблемы связанные с рефинансированием кредитных портфелей для продолжения их дальнейшего роста.

Вышеперечисленные факторы способствовали развитию в РФ секьюритизации, направленной на международный рынок, с последующей переориентацией на внутренний рынок.

Необходимость в дополнительном капитале для продолжения дальнейшего роста финансирования активов обусловила возникновение и последовавшее развитие секьюритизации активов в РФ. Проведение первых сделок секьюритизации активов в качестве одного из механизмов долгового финансирования способствовало выходу финансового рынка страны на следующий этап развития.

В отличие от остальных рынков капитала, в первых сделках были секьюритизированы будущие денежные потоки. Первая сделка на российском рынке - секьюритизация будущих потоков: в июле 2004 г. газовая компания "Газпром" привлекла

1,25 млрд долл., выпустив ноты (notes), обеспеченные будущими экспортными поступлениями от реализации газа. Ноты были размещены под 7,201 % на 15,5 года.

В октябре того же года Росбанк выпустил первый транш сделки секьюритизации активов на 225 млн долл. под 9,75 % обеспеченных существующими и будущими потоками от поступлений по кредитным картам VISA, MasterCard и CirrusMaestro. Годом спустя, в феврале 2005-го, был выпущен второй транш сделки на 75 млн долл.²⁹

Таким образом, в 2004 г. состоялись 2 сделки на общую сумму 1475 млн долл. Структура активов 2004 г. характеризуется абсолютным доминированием поступлений будущих периодов, доля поступлений по кредитным картам незначительна.

В июле 2005 г. банком "СОЮЗ" была проведена сделка по секьюритизации портфеля кредитов на покупку автомобилей, путем выпуска облигаций общим объемом 49,8 млн долл. Особенность данной сделки состояла в отсутствии валютного риска, поскольку выданный портфель кредитов на покупку автомобилей был номинирован в долларах. Сделка разместилась на уровне LIBOR + 175 базисных пунктов, что являлось успешным показателем, с учетом того, что на тот момент у банка "СОЮЗ" не было никакого рейтинга.

Банк Home Credit & Finance Bank в декабре 2005 г. провел размещение двухлетних облигации на общую сумму 149 млн долл., обеспеченных залогом портфеля жилищных кредитов. Необходимо отметить, что обеспечением сделки являлись кредиты, выданные на этапе долевого строительства жилых домов.

Таким образом, в 2005 г. состоялись три сделки секьюритизации в России в размере 273,8 млн долл., или 7820,6 млн руб.

При рассмотрении структуры сделок можно отметить доминирование поступлений по жилищным кредитам в общем объеме рынка секьюритизации (54,4 %), доля секьюритизации поступлений по кредитным картам значительна и

²⁹ Иванов О., Федотова С. Секьюритизация в России. Подведение итогов и взгляд в будущее // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

составляет 27,4 %, доля секьюритизации поступлений от автокредитования составляет 18,2 % (см. рисунок 7).

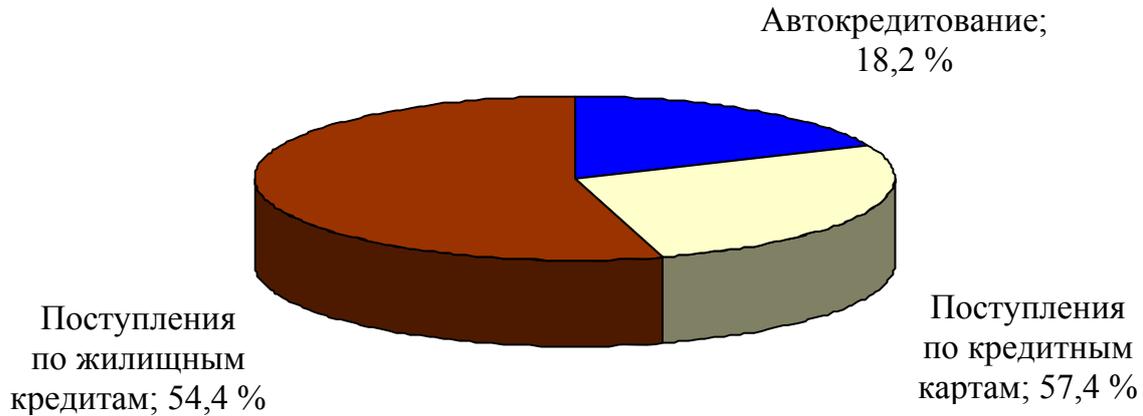


Рисунок 7 - Структура рынка секьюритизации активов в РФ за 2005 г., млн долл.

В 2006 г. состоялась первая сделка секьюритизации ипотечных активов, ее провел Внешторгбанк через Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (Люксембург). Объем размещения составил 88,3 млн долл.

Далее состоялись еще три сделки секьюритизации ипотечных активов.

Сделки секьюритизации неипотечных активов за 2006 г. представлены в таблице 3.

Таблица 3 - Секьюритизация неипотечных активов за 2006 г.

Оригина-тор	Эмитент/ SPV	Дата за-крытия сделки	Объем выпуска, млн долл.	Вид актива	Дата погашения	Процентные платежи старшего транша
1	2	3	4	5	6	7
Банк "Русский стандарт"	Russian Consumer Finance. N.1 S.A.	27.03.2006	359,19	Потребительские кредиты	01.12.2012	1m Euribor + + 165 б.п.
Альфа-банк	Alfa Diversified Payment Rights Finance Company S.A.	28.03.2006	350	Диверсифицированные будущие платежные потоки	15.03.2011	3m Libor + + 160 б.п.
ОАО "РЖД"	Red Arrow International Leasing Public Limited Company	30.03.2006	495,49	Поступления по договорам лизинга	20.06.2012	8,375 %

1	2	3	4	5	6	7
МДМ-Банк	Taganka Car Loan Finance PLC	23.10.2006	430	Автокредиты	23.10.2013	1m Libor + + 100 б.п.
Банк "Русский стандарт"	Russian Car Loans. N.1 S.A.	25.10.2006	327,31	Автокредиты	20.10.2017	1m Euribor + + 115 б.п.
МДМ-Банк	MDM DPR Finance Company S.A.	17.11.2006	487,76	Диверсифицированные будущие платежные потоки	15.12.2011	3m Euribor + + 200 б.п.
Альфа-банк	Alfa Diversified Payment Rights Finance Company S.A.	05.12.2006	564,88	Диверсифицированные будущие платежные потоки	15.03.2011	3m Euribor + + 190 б.п.

Среди всех эмиссий можно отметить сделку секьюритизации автокредитов банка "Русский Стандарт". Основным отличием этой сделки было присутствие двухлетнего "револьвера", когда платежи по основному долгу идут не на погашение обеспеченных бумаг, а на дополнение портфеля активов новыми кредитами, что позволяет удлинить срочность сделки от одного года до двух-трех лет. Поскольку любая сделка секьюритизации требует довольно значительных первоначальных расходов, удлинение срочности сделки может значительно уменьшить общую годовую стоимость привлечения³⁰.

Всего в 2006 г. было осуществлено одиннадцать сделок рефинансирования портфеля через секьюритизацию активов на общую сумму в 3503,9 млн долл., или 94 752,8 млн руб.

Структуру сделок можно увидеть на диаграмме (рисунок 8).

В структуре сделок преобладают поступления будущих периодов, составляющие 39,6 % от общего объема рынка секьюритизации. Вместе с тем значительную долю занимают поступления от автокредитования (21,5 %) и от ипотеки (13,8 %). На прочие классы активов приходится четверть объемов секьюритизации активов за 2006 г.

³⁰ Иванов А. Анализ развития рынка секьюритизации автокредитов в России // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

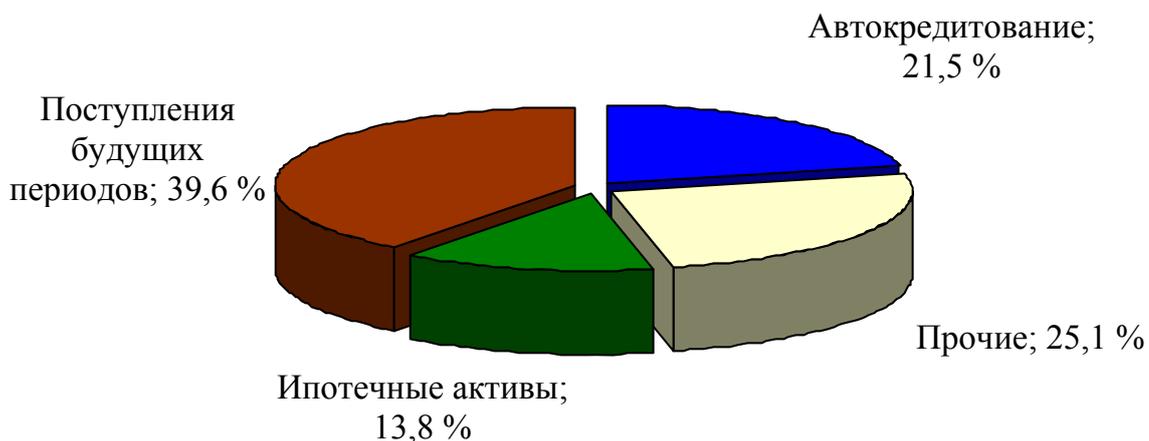


Рисунок 8 - Структура рынка секьюритизации активов в РФ за 2006 г., млн долл.

В 2007 г. ряд банков провел повторные сделки секьюритизации.

Так, "Альфа-Банк" осуществил в марте 2007 г. третью эмиссию секьюритизации портфеля диверсифицированных платежных прав. Эмиссия включала в себя два транша в размере 200 млн долл. и 145 млн евро.

В апреле 2007 г. "Райфайзенбанк" успешно провел десятилетнюю сделку по секьюритизации автокредитов на 400 млн долл.

В свою очередь, в мае того же года МДМ-Банк успешно разместил второй выпуск облигаций в рамках программы секьюритизации будущих потоков платежей по корреспондентским счетам в объеме 350 млн долл.

В августе 2007 г. "Автомобильный банкирский дом" секьюритизировал автокредиты в размере 2975 млн руб.

В результате, за 2007 г. проведено десять сделок рефинансирования портфеля путем секьюритизации активов в размере 2490,3 млн долл., или 63 788,1 млн руб., в том числе шесть из них были связаны с секьюритизацией ипотечных активов. Структуру сделок можно увидеть на диаграмме (рисунок 9).

При рассмотрении структуры сделок можно отметить доминирование поступлений от ипотечных активов, составляющих 49,1 % от общего объема выпусков. Поступления будущих периодов составляют 30,1 %, на поступления от автокредитования приходится менее четверти объемов секьюритизации активов (20,8 %).

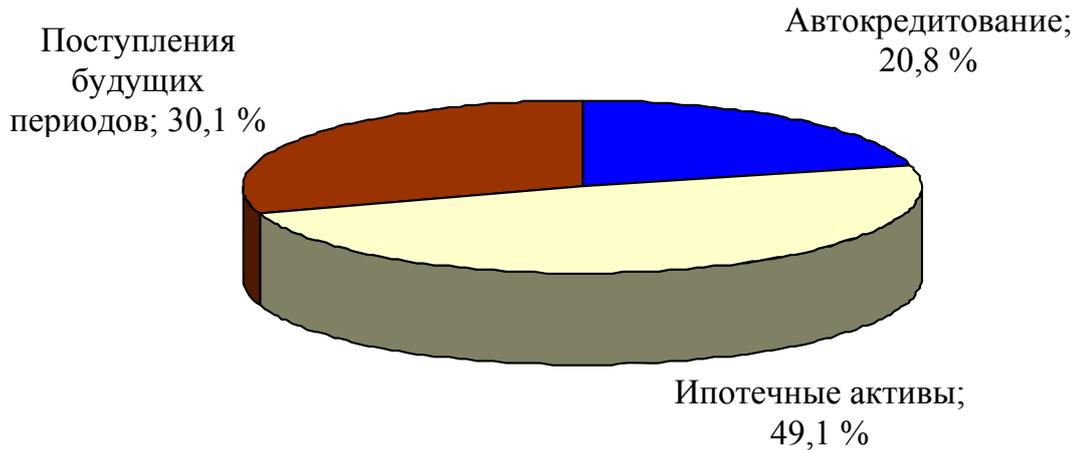


Рисунок 9 - Структура рынка секьюритизации активов в РФ за 2007 г., млн долл.

Несмотря на сложную экономическую конъюнктуру, в 2008 г. состоялось девять сделок секьюритизации активов.

В феврале 2008 г. "Московский банк реконструкции и развития" секьюритизировал автокредиты на сумму 1449 млн руб. - данная сделка, совершенная в 2008 г., была единственной не связанной с ипотечными активами.

Кроме секьюритизации автокредитов состоялось 8 сделок секьюритизации, связанных с ипотечными активами на общую сумму более 47 млрд руб.

2008 г. характеризуется формированием тенденции абсолютного доминирования поступлений от ипотечных активов. Поступления от автокредитования незначительны.

В 2009 и 2010 гг. зафиксировано значимое снижение активности на рынке секьюритизации активов Российской Федерации, выраженное в снижении количества сделок до трех и двух, соответственно. Все сделки относятся к секьюритизации ипотечных активов.

Активность инвесторов, наблюдаемая до кризисных явлений 2008 г., восстановилась после снижения, наблюдаемого на рынке секьюритизации активов Российской Федерации в 2009-2010 гг. Так, в 2011, 2012 и 2013 гг. зафиксирован кратный рост сделок секьюритизации активов до семи, тринадцати и двадцати, соответственно, против трех и двух, состоявшихся в предыдущие годы. Из сорока

сделок секьюритизации, совершенных в 2011, 2012 и 2013 гг., - тридцать девять относятся к секьюритизации ипотечных активов.

Динамику размещения количества сделок по годам можно проследить на диаграмме (рисунок 10), отражающей активность оригинаторов в области секьюритизации активов в разрезе по годам.

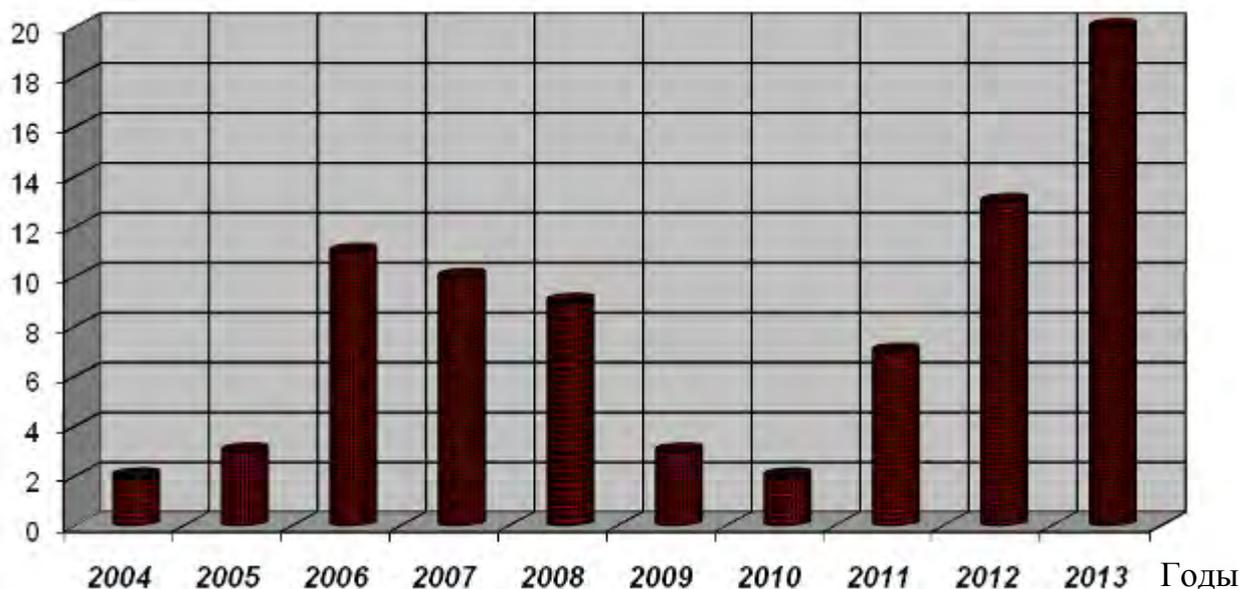


Рисунок 10 - Количество сделок секьюритизации активов в РФ с 2004 по 2013 г.

Данная динамика свидетельствует о значительном интересе инвесторов к рынку секьюритизации активов после существенного спада 2009-2010 гг.

Следует отметить 2006 г., в этом году было проведено 11 сделок секьюритизации активов, причем из них четыре были рефинансированием ипотечного портфеля, и 2013 г., в котором состоялось 20 сделок секьюритизации активов, все из которых также связаны с ипотечными активами.

Переменная динамика развития рынка секьюритизации активов в России позволяет также сделать вывод о тождественном изменении рынка секьюритизации активов в стоимостном выражении. Данную тенденцию можно проследить, рассмотрев диаграмму (рисунок 11)³¹.

³¹ Расчеты автора согласно данным об эмиссиях официальных сайтов агентств и информационных порталов. URL: <http://www.ahml.ru>, <http://www.ludipoteki.ru>, <http://www.cbonds.info>, <http://www.finmarket.ru>, <http://www.rusipoteka.ru>.



Рисунок 11 - Объем сделок секьюритизации активов организаций в РФ с 2004 по 2013 г., млн руб.

За период с 2004 по 2013 г. совокупный объем проведенных сделок секьюритизации активов составил 567013,1 млн руб. (приложение Б, В). При этом более 16,7 % от совокупного объема занимает 2006 г., 23,5 % составляет 2013 г. Также в 2006 г. зафиксирована максимальная величина прироста объема сделок секьюритизации активов к предыдущему году, составившая 1109 %.

Значительная нисходящая динамика развития, сформировавшаяся начиная с 2006 по 2010 г., свидетельствовала о развитии на рынке секьюритизации активов Российской Федерации неблагоприятных тенденций, показывая его уменьшение в объемном выражении.

Позднее, с 2010 г. зафиксирована повышательная динамика на рынке секьюритизации, длящаяся по настоящее время.

Средняя срочность выпущенных обеспеченных ценных бумаг составляет:

- для автокредитования - 5,6 года;
- для поступлений по ипотечному кредитованию - 27,4 года³².

При рассмотрении структуры сделок можно отметить доминирование некоторых групп активов в общем объеме рынка секьюритизации (см. рисунок 12).

³² Рассчитано автором на основе данных о выпусках.



Рисунок 12 - Структура рынка секьюритизации активов организаций в Российской Федерации в 2004-2013 гг., млн руб.

Значительное предпочтение отдается секьюритизации ипотечных кредитов (69,1 %) и поступлениям будущих периодов (16,4 % от общего объема эмиссий). Также необходимо отметить секьюритизацию автокредитования, занимающую 8 % совокупного объема эмиссий.

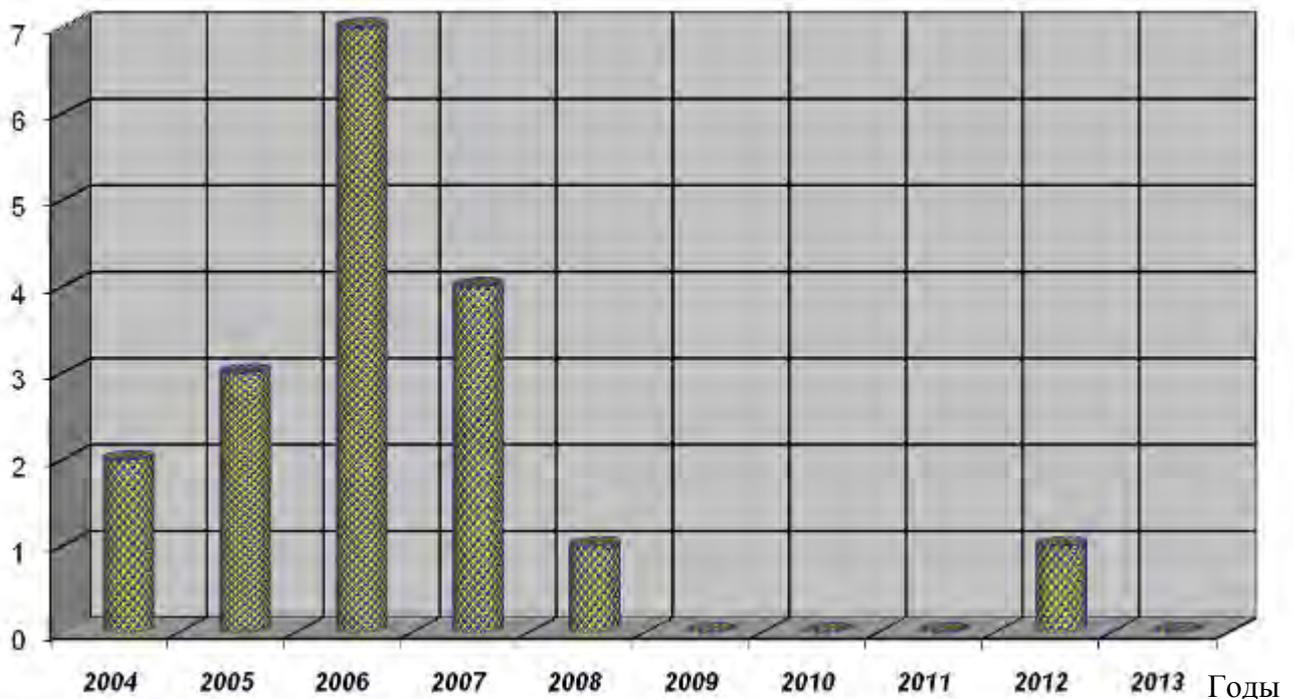


Рисунок 13 - Количество проведенных сделок секьюритизации активов организаций, без учета ипотечных, в Российской Федерации с 2004 по 2013 г.

В совокупности три перечисленные группы составляют 93,5 % от совокупного объема эмиссий, что позволяет сделать вывод о высокой однородности российского рынка секьюритизации.

При рассмотрении динамики изменения рынка секьюритизации активов организации Российской Федерации без учета ипотечных активов выявлены тенденции, фиксирующие стагнацию неипотечного рынка секьюритизации начиная с 2007 г. по настоящее время. Динамику размещения по годам можно проследить на диаграмме (рисунок 13).

Вместе с тем значение секьюритизации ипотечных активов в связи с государственной политикой в области ипотечного кредитования трудно переоценить, в силу чего целесообразно отдельно рассмотреть секьюритизацию ипотечных активов организаций в Российской Федерации.

2.2 Анализ секьюритизации ипотечных активов организаций в Российской Федерации

Рынок перераспределения финансовых ресурсов, обеспеченных залогом недвижимости представляющей существенную часть активов любой страны является связующим стержнем стран с развитой экономикой. Как следствие значимым фактором экономико-социального развития страны является ипотечное кредитование³³.

Рынок кредитования физических лиц, фактически не функционировавший в РФ 1990-х гг., показывал стремительные темпы роста. Этому способствовали продолжительный рост экономики Российской Федерации и повышение уровня благосостояния населения. Так, совокупный объем ипотечных кредитов выданных за период с 2005 по 2013 г. составил более 5,1 трлн руб.

³³ Иванова Д.Г. Инвестиционный потенциал ипотечного жилищного кредитования // Экономические науки. 2011. № 5 (78).

На фоне высоких темпов экономического роста Российской Федерации и улучшения благосостояния населения рынок кредитования частных лиц, практически не существовавший в РФ 1990-х гг., в последние годы рос очень высокими темпами. Объем выданных ипотечных кредитов за период с 2005 по 2013 г. составил 5164,3 млрд руб. против 56,3 млрд руб. выданных за 2005 г.³⁴

При сравнении объема выданных ипотечных кредитов за 2005 и 2013 гг. установлен более чем 24-кратный рост данного показателя с 56 до 1353 млрд руб., соответственно (см. таблицу 4).

**Таблица 4 - Объем выданных ипотечных кредитов
с 2005 по 2013 г., млн руб.**

Год	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	Всего за год
2013	226 989	315 513	363 430	447 665	1 353 624
2012	180 950	248 434	269 185	330 378	1 028 947
2011	105 272	168 169	194 561	248 942	716 944
2010	48 947	84 415	100 716	145 981	380 061
2009	24 546	30 856	36 111	60 773	152 501
2008	150 759	188 424	198 280	118 345	655 808
2007	82 316	120 820	160 619	192 734	556 489
2006	22 995	55 542	77 114	107 910	263 561
2005	4 690	9 838	16 163	25 650	56 341

Источник. Центральный банк Российской Федерации. URL: www.cbr.ru.

Стремительное развитие этого сегмента связано с отсутствием удовлетворенного спроса на недвижимость. В результате зафиксирован сильный рост стоимости квадратного метра вторичного рынка недвижимости - с 11 557 руб./м² до 56 478 руб./м² в среднем по РФ и с 26 810 руб./м² до 177 899 руб./м² в г. Москве с 2002 г. до конца 2013 г.³⁵

В 2006 г. в результате формирования и развития сегмента ипотеки в качестве объектов секьюритизации активов выступают ипотечные кредиты. Механизм секьюритизации ипотечных активов ничем не отличается от схемы классической секьюритизации, приведенной на странице 18 настоящего исследования.

³⁴ Можаровский Е.В. Формирование и развитие рынка секьюритизации ипотечных активов в России // Экономические науки. 2013. № 1 (98).

³⁵ Федеральная служба государственной статистики. URL: www.gks.ru.

Первая сделка секьюритизации портфеля ипотечных кредитов состоявших из 1696 кредитов была проведена Внешторгбанком 18 июля 2006 г. Регистрация специорлица была проведена в Люксембурге, объем размещения ценных бумаг составил 88,3 млн долл.

Далее, в 2006 г. Городским ипотечным банком и Газпромбанком были проведены еще три сделки секьюритизации портфеля ипотечных кредитов. Так, Газпромбанк секьюритизировал 8824 кредитов путем проведения внешней сделки секьюритизации объемом 165,2 млн евро. и 6015 кредитов путем проведения внутренней сделки секьюритизации объемом 3 млрд руб.

В результате, в 2006 г. было проведено четыре сделки секьюритизации активов по рефинансированию портфелей из 17 817 ипотечных кредитов. Общая сумма сделок составила 3 млрд руб., 160,9 млн долл. и 165,2 млн евро.

В 2007 г. проведено семь сделок секьюритизации ипотечных активов, из них пять сделок проведено с регистрацией специорлица за пределами РФ. Произведено рефинансирование ипотечных портфелей из более чем 22 тысяч кредитов на общую сумму в размере 14 442 млн руб., 386 млн долл. и 198,3 млн евро.



Рисунок 13 - Количество сделок секьюритизации ипотечных активов организаций в Российской Федерации за 2005-2013 гг.

Примечание. Расчеты автора.

Неблагоприятная экономическая конъюнктура второго полугодия 2008 г. практически не повлияла на динамику развития рынка секьюритизации активов организаций обеспеченных ипотекой. В результате в 2008 г. проведено восемь сделок секьюритизации ипотечных активов при общей сумме выпусков в размере 35 594 млн руб. и 440,3 млн долл.

Устойчивая тенденция роста количества и объемов сделок секьюритизации активов обеспеченных ипотекой наблюдалась за период с 2006 по 2008 г. (см. рисунок 13).

Глобальный финансовый кризис обострил проблему связанную с недостатком ликвидных денежных средств в национальных экономиках различных стран мира³⁶.

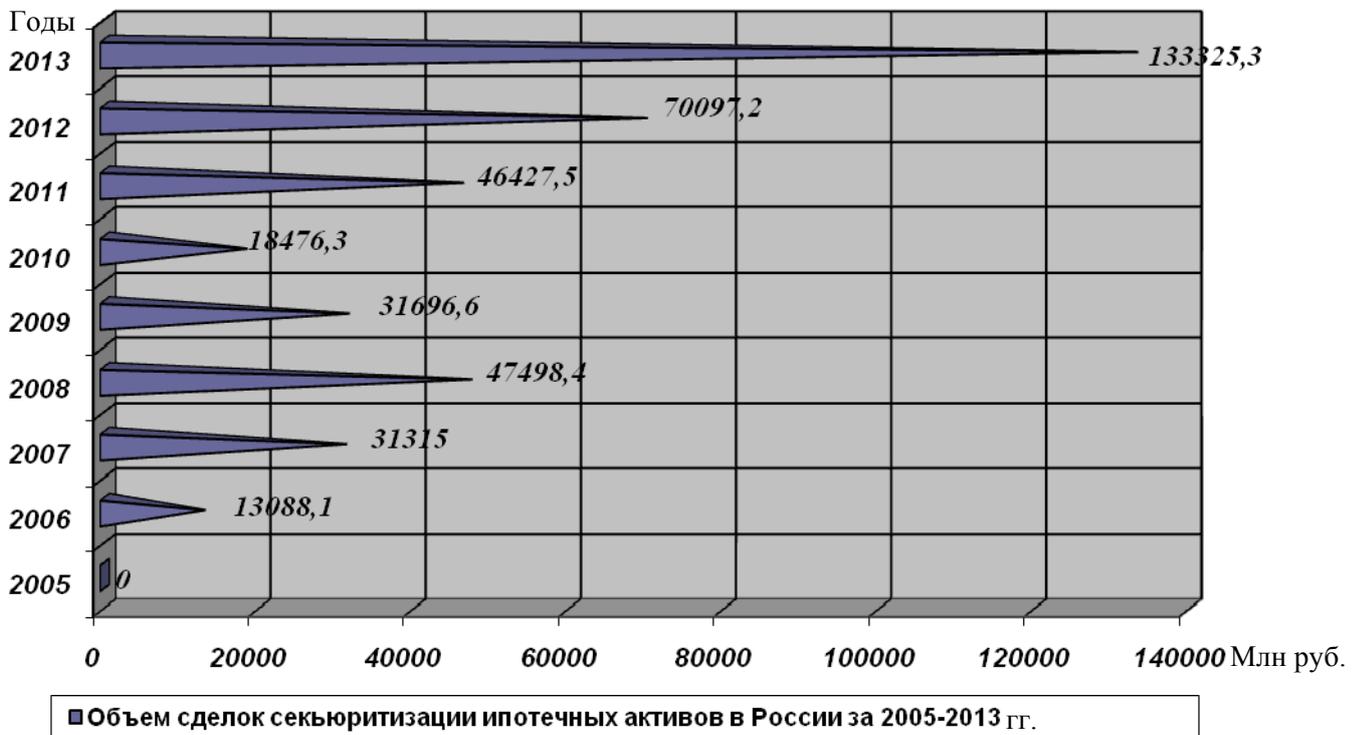


Рисунок 14 - Объем сделок секьюритизации ипотечных активов организаций в Российской Федерации за 2005-2013 гг.

Примечание. Расчеты автора согласно данным об эмиссиях официальных сайтов агентств и информационных порталов. URL: <http://www.ahml.ru>, <http://www.ludiiipoteki.ru>, <http://www.cbonds.info>, <http://www.finmarket.ru>, <http://www.rusipoteka.ru>.

³⁶ Каменщик Д.В. Ценовые "пузыри" на мировых финансовых рынках как форма реализации избыточной ликвидности на национальном уровне // Экономические науки. 2012. № 9 (94).

В результате в 2009 г. зафиксировано резкое снижение количества и объемов проведенных сделок секьюритизации ипотечных активов. Московским банком реконструкции и развития и банком ВТБ 24 было проведено три сделки секьюритизации активов по рефинансированию портфелей более чем 26 тысяч ипотечных кредитов на общую сумму 31 697 млн руб.

В 2010 г. Агентством по ипотечному жилищному кредитованию были проведены две сделки секьюритизации активов по рефинансированию портфелей ипотеки в размере 18 476 млн руб. (см. рисунок 14).

Устойчивая макроэкономическая ситуация на внутреннем рынке страны 2011-2013 гг. благоприятствовала стремительному росту объемов проведенных сделок секьюритизации ипотечных активов. В результате, за период с 1 января 2011 г. по 1 января 2014 г. зафиксирована тенденция снижения просроченной задолженности по рублевым кредитам, обеспеченным ипотекой более чем в два раза с 2,5 % до 1,0 %. (см. рисунок 15).

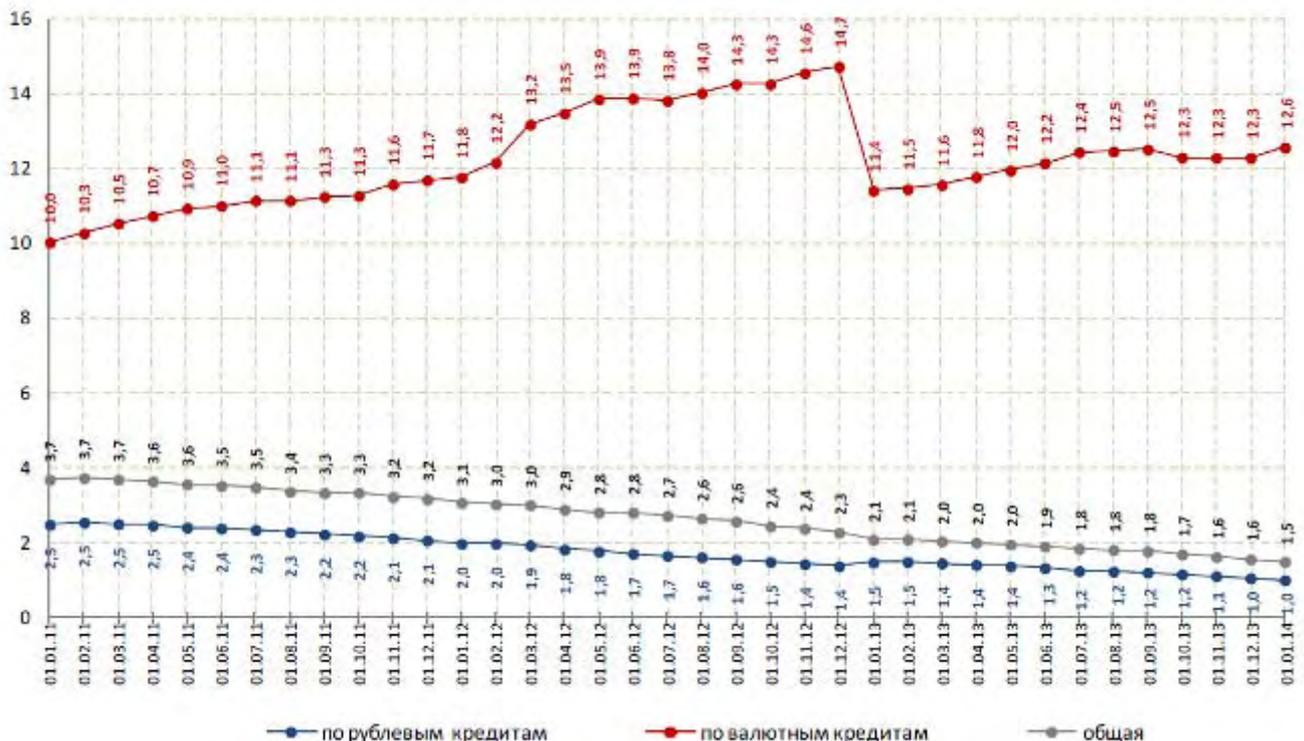


Рисунок 15 - Общая доля просроченных платежей

в суммарном объеме накопленной ипотечной задолженности

Источник. Ежеквартальный аналитический отчет АИЖК за IV квартал 2013 г.

URL: www.ahml.ru.

Благоприятная макроэкономическая конъюнктура позволила банковским структурам наращивать объемы и количество сделок секьюритизации активов обеспеченных ипотечными кредитами.

В итоге в 2011 г. зафиксировано семь сделок секьюритизации ипотечных активов общим объемом выпуска более 46 млрд руб., при этом проведено рефинансирование более 41 тысячи кредитов.

В 2012 г. рост рынка секьюритизации ипотечных активов продолжился как в количественном, так и в суммовом выражении. Было зафиксировано двенадцать сделок общим объемом выпуска превышающим 70 млрд руб.

В 2013 г. состоялось двадцать сделок секьюритизации ипотечных активов, общий размер сделок превысил 133 млрд руб., что свидетельствует о рекордных показателях данного сегмента.

В результате за период с 2006 по 2008 г. проведено девятнадцать сделок секьюритизации ипотечных активов, в том числе тринадцать из них являются сделками трансграничной секьюритизации активов.

Под трансграничной сделкой секьюритизации активов необходимо понимать эмиссию ценных бумаг, обеспеченных правами требования и залогового обеспечения в соответствии с законодательством РФ, при законодательном регулировании остальных документов по законодательству страны в которой проведена регистрация специального юридического лица.

Помимо Российской Федерации, наиболее распространенными странами для целей регистрации спецюрлиц являются Люксембург, Ирландия и Нидерланды (см. рисунок 16).

За период с 2009 по 2013 г. состоялось 44 сделки секьюритизации активов. Все сделки проведены на внутреннем рынке с регистрацией спецюрлица на территории РФ, либо данные сделки являются балансовыми и проходят без регистрации спецюрлица.

Государственная политика в области ипотечного кредитования способствовала развитию в РФ секьюритизации, ориентированной на внутренний рынок.

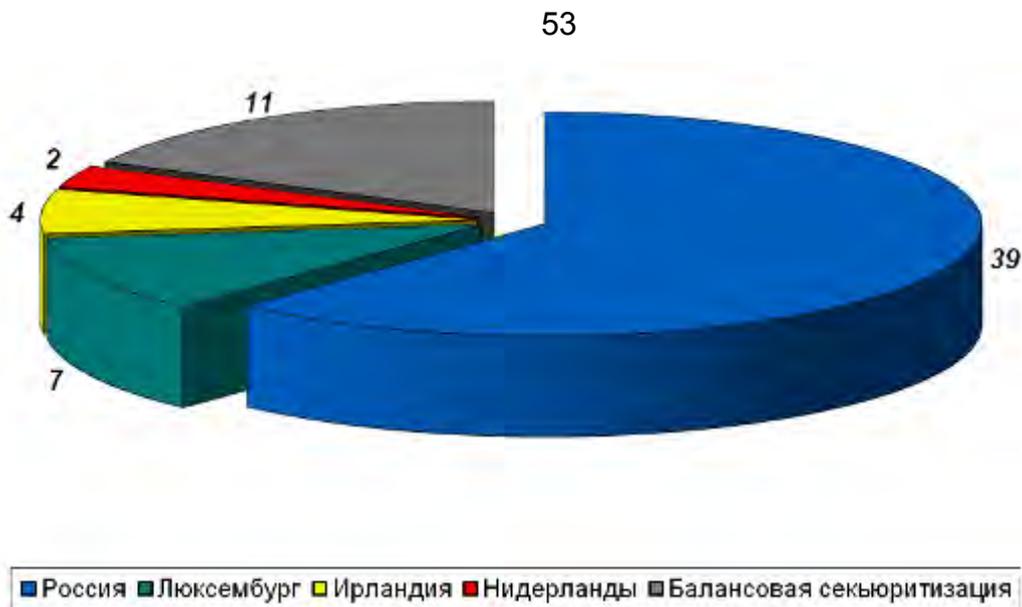


Рисунок 16 - Количество проведенных сделок секьюритизации ипотечных активов по странам регистрации спецюрлица за 2006-2013 г.

Примечание. Расчеты автора.

В 1997 г. основано Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), которое выступает инструментом функционирования государственной политики в области ипотечного кредитования.

Кризисные явления, продолжающиеся на ипотечном рынке США, видоизменили роль Агентства по ипотечному жилищному кредитованию в области государственной политики национального рынка ипотечного кредитования.

В определенный период времени часть заемщиков оказалась неспособна обслуживать свои обязательства по ипотечным кредитам, произошло увеличение дефолтов по кредитам, что привело к ухудшению финансовой устойчивости коммерческих банков РФ. Возникнул кризис ликвидности, стоимость банковских кредитов существенно увеличилась. В данных обстоятельствах банки РФ произвели изменения условий предоставления ипотеки или сообщили о временной приостановке выдачи кредитов, что негативно отразилось на возможности рефинансирования ипотеки³⁷.

³⁷ Пилипченко А.И. Поведение АИЖК в условиях повышения уровня принимаемых рисков по ипотечным кредитам в России // Экономические науки. № 9 (94). 2012.

Таким образом, только эффективная государственная политика Агентства по ипотечному жилищному кредитованию способствовала снижению издержек участников рынка и увеличения привлекательности ипотеки для инвесторов. В целях ее реализации АИЖК необходимо учитывать цикличность экономической конъюнктуры ипотечного рынка: увеличивать объемы рефинансирования ипотеки в периоды стагнации экономики и вводить ограничения на ипотечном рынке по кредитованию строительства и рефинансирования ипотеки в периоды чрезмерного роста экономики³⁸.

Функционирование АИЖК на рынке секьюритизации ипотечных активов способствовало его регулированию. За период с 2009 г. по 2013 г. общий объем эмиссии обеспеченных ценных бумаг АИЖК превысил 82 млрд руб., составив более 27 % от всего объема выпусков. Собственный капитал АИЖК по состоянию на 1 января 2014 г. составляет 127 млрд руб.³⁹, единственным акционером является Правительство Российской Федерации.

Базовыми задачами агентства выступают:

- обеспечение роста доступности ипотеки для населения РФ;
- поддержание ликвидности российских коммерческих банков, предоставляющих долгосрочные ипотечные кредиты населению;
- обеспечение для кредиторов возможности рефинансирования ипотечных портфелей;
- формирование рынка ценных бумаг, обеспеченных ипотекой;
- развитие вторичного рынка ипотечных ценных бумаг.

В целях реализации данных задач АИЖК были проведены программы приобретения облигаций с ипотечным покрытием:

- программа №1 сроком действия с 30.09.2010 г. по 31.12.2012 г., объемом выкупа 20 млрд руб.;
- программа №2 сроком действия с 29.09.2011 г. по 27.12.2013 г., объемом выкупа 20 млрд руб.;

³⁸ Пилипченко А.И. Поведение АИЖК в условиях повышения уровня принимаемых рисков по ипотечным кредитам в России // Экономические науки. № 9 (94). 2012.

³⁹ Результаты деятельности группы компаний АИЖК за 2013г. URL: www.ahml.ru.

- программа №3 сроком действия с 13.04.2012 г. по 27.12.2013 г., объемом выкупа 20 млрд руб.;

- основная программа сроком действия с 11.10.2012 г., подразумевающая декларирование объемов выкупа на постоянной основе.

Программы проводимые АИЖК востребованы со стороны коммерческих банков, что подтверждается большим объемом заявок на данные программы (см. рисунок 17).

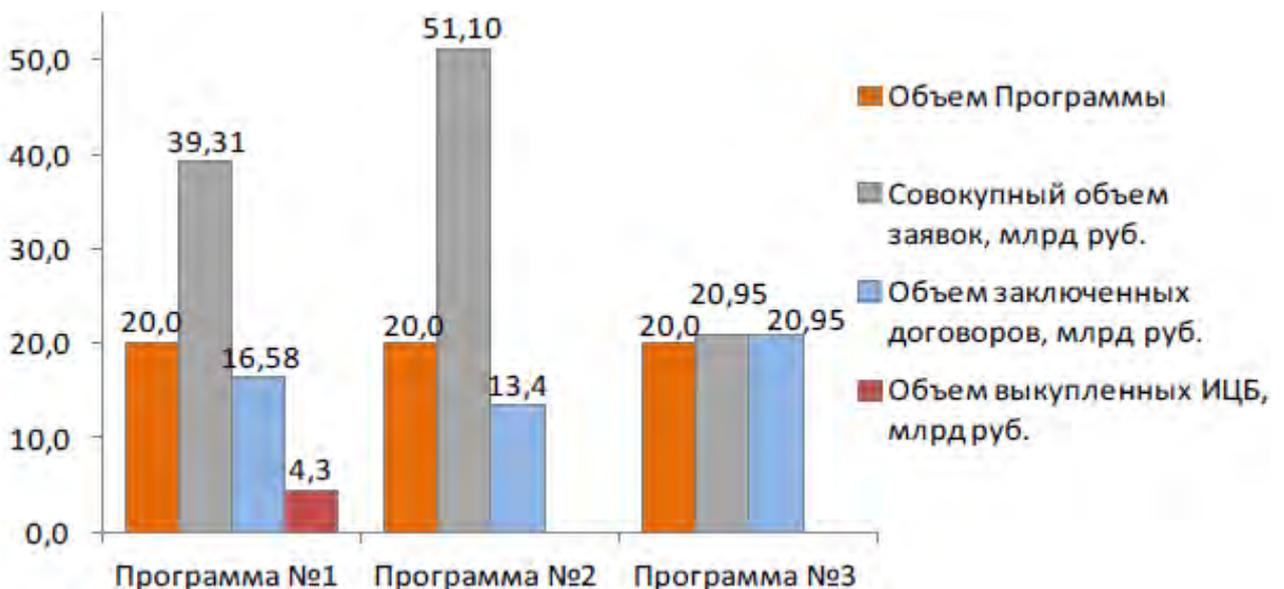


Рисунок 17 - Объемы программ и заключенных договоров

Источник. Результаты деятельности группы компаний АИЖК по состоянию на 30.09.2012 г. URL: www.ahml.ru.

Общий объем сделок секьюритизации ипотечных активов проведенный за период с 2006 по 2013 г. превысил 391 млрд руб., при этом 52 % от общего объема относятся к двум последним годам. Данный факт свидетельствует о формировании и развитии в РФ национального рынка секьюритизации активов, обеспеченных ипотекой.

С учетом активного развития национального рынка секьюритизации активов Российской Федерации автор считает целесообразным отдельно рассмотреть международный опыт использования секьюритизации активов.

2.3 Международный опыт использования секьюритизации

Несмотря на то, что проведение сделок секьюритизации активов организаций в настоящее время не носит эпизодический характер, международный опыт использования секьюритизации представляет собой большой интерес для дальнейшего развития национального рынка секьюритизации активов Российской Федерации. В целях увеличения масштаба данного рынка необходимо совершенствовать нормативно-правовые документы, регламентирующие сделки секьюритизации и механизм проведения данных сделок.

Классификацию рынка секьюритизации активов необходимо проводить с учетом его степени развития. Так, развитый рынок секьюритизации активов, в отличие от развивающегося, является составной частью финансового рынка, где проведение, обслуживание и управление процессами секьюритизации активов относится к созданию услуг финансового рынка страны.

В целях развития национального рынка секьюритизации активов автором отдельно произведено исследование появления, развития и текущего состояния секьюритизации ипотечного рынка США, как самого развитого в мире.

Степень развития данного рынка может быть объяснена функционированием ипотечных агентств и государственных институтов. Данные структуры реализуют государственную политику США на ипотечном рынке путем регулирования ликвидности сделок секьюритизации на рынке ипотечных ценных бумаг.

Предпосылки развития секьюритизации возникли в связи с основанием в 1934 г. Федерального управления жилищного строительства (ФНА или Federal Housing Administration) и становлением национального рынка ипотеки.

Функция данной организации заключалась в предоставлении гарантий федерального правительства в виде страхования кредитного риска. Стоимость страхового обеспечения, предоставляемого Федеральным управлением жилищного строительства, составляла до десяти раз дешевле рыночной стоимости страхового

покрытия данных рисков. В отдельные периоды времени страховым обеспечением Федерального управления жилищного строительства было обеспечено 97 % общего объема займов на ипотечном рынке. Данные меры способствовали увеличению сумм выданных займов до 85 % от стоимости недвижимости, увеличению сроков займов до 25 лет и фактическому понижению процентных ставок на ипотечном рынке⁴⁰.

Далее, в 1938 г. конгресс США учредил Федеральную национальную ипотечную ассоциацию (Fannie Mae или Federal National Mortgage Association) осуществляющую приобретение ипотечных кредитов, застрахованных Федеральным управлением жилищного строительства⁴¹.

Позднее данная ассоциация осуществляла покупку ипотечных кредитов соответствующих критериям Fannie Mae, не застрахованных ФНА.

Деятельность Федеральной национальной ипотечной ассоциации была направлена на перераспределение денежных потоков инвесторов на ипотечный рынок, как следствие, повышение его ликвидности.

В 1968 г. Федеральная национальная ипотечная ассоциация начала выпуск ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами (MBS или Mortgage-Backed Securities). В тот же год была основана Государственная национальная ассоциация ипотечного кредита (Ginnie Mae или Government National Mortgage Association). Ее создание произошло путем отделения и перевода в федеральную собственность подразделения осуществляющего предоставление финансовых гарантий для займов, выдаваемых для проведения федеральных программ и предоставление субсидий региональным правительственным организациям.

Государственная национальная ассоциация ипотечного кредита способствовала увеличению объемов выдаваемых ипотечных кредитов малообеспеченным группам населения США, используя различные механизмы вторичного рынка ипотеки.

⁴⁰ Аксенов И. Этапы развития секьюритизации в США: 1930-2008 / Royal Bank of Scotland. URL: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.

⁴¹ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги / Фонд "Институт экономики города. Москва, 2008.

Финансирование данных программ осуществлялось из кредитов предоставляемых Казначейством США (входит в структуру Министерства Финансов), а также доходов от портфеля активов и комиссионных обязательств по ним⁴².

Далее, в 1970 г. конгресс США учредил Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредита (Freddie Mac или Federal Home Loan Mortgage Corporation). Целями создания Freddie Mac являлись: рефинансирование ипотечных кредитов не застрахованных Федеральным управлением жилищного строительства, формирование рынка ипотечных ценных бумаг и усиление конкурентной среды для Fannie Mae на данном рынке.

Первая сделка секьюритизации активов, не связанных с ипотечным кредитованием, проведена банком First Boston в 1985 г. Была произведена эмиссия обеспеченных ценных бумаг (ABS или Asset-backed security) общим объемом выпуска 192 млн долл⁴³. Обеспечением данных ценных бумаг являлись денежные потоки от лизинговых договоров на приобретение компьютерной техники.

Формированию и развитию секьюритизации активов в США способствовали следующие факторы:

1) функционирование с 1934 г. Федерального управления жилищного строительства и других государственных институтов, осуществляющих разработку программ правительства по повышению доступности ипотечного кредитования для малоимущих групп населения;

2) регулирование вторичного рынка ипотечного кредитования операторами Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, обеспечивающими привлечение денежных средств инвесторов в выпуски ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и их использование в целях рефинансирования банков, предоставляющих жилищные кредиты;

⁴² Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги / Фонд "Институт экономики города. Москва, 2008.

⁴³ Аксенов И. Этапы развития секьюритизации в США: 1930-2008 / Royal Bank of Scotland. URL: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.

3) наличие частной и государственной системы по страхованию от кредитных рисков, позволяющих кредитной организации понизить влияние данного риска⁴⁴;

4) эффективно функционирующая финансово-кредитная система, предоставляющая ипотечные кредиты и развитый фондовый рынок;

5) высокой степенью развития информационных систем, предоставляющих достоверную информацию о кредитном рейтинге заемщика и его кредитной истории.

Установлено, что закон Грэма - Лича - Блайли принятый в 2000 г. способствовал быстрому росту секьюритизации в США, поскольку данный закон отменил запрет по владению банками облигациями и ценными бумагами введенный законом Гласа - Стигалла от 1933 г., который разделял банковскую и инвестиционную деятельность, создавая барьеры для проведения банками спекулятивных операций. Закон Гласа – Стигалла, с целью поддержки банковской системы США, регламентировал создание Федеральной корпорации страхования депозитов (FDIC или Federal Deposit Insurance Corporation)⁴⁵.

В результате чего, начиная с 2000 г. банками США была показана возрастающая динамика роста объемов сделок секьюритизации активов.

Наблюдаются две ярко выраженные тенденции: увеличения объемов секьюритизируемых ценных бумаг в 2000-2006 гг. и ее снижение в 2007-2013 гг.

За период с 2000 по 2006 г. установлен существенный рост объемов эмиссий ипотечных ценных бумаг (MBS или Mortgage Backed Securities) частными финансовыми организациями на 802 %, и рост эмиссий обеспеченных активами ценных бумаг (ABS или Asset-Backed Security) на 168 %.

В стоимостном выражении объемы эмиссии Mortgage Backed Securities, выпущенных частными финансовыми организациями и Asset-Backed Security выросли с 101,7 млрд долл. до 917,4 млрд долл. и с 281,5 млрд долл. до 753,9 млрд долл. (см. рисунок 18).

⁴⁴ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги / Фонд "Институт экономики города. Москва, 2008.

⁴⁵ Улюкаев С.С. Секьюритизация активов: глобальный макроэкономический феномен // Международные банковские операции. 2010. № 3.



Рисунок 18 - Объемы эмиссии секьюритизации негосударственных активов в США за 1990-2006 гг.

Источник. Расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (SIFMA или Securities Industry and Financial Markets Association).

Необходимо отметить, что помимо ипотечных ценных бумаг частных финансовых организаций происходила эмиссия государственных ипотечных ценных бумаг, выпускаемых в соответствии с программами Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac. Объемы эмиссий показывали переменную динамику, в результате чего увеличение объемов эмиссий государственных ипотечных ценных бумаг за период с 2000 по 2006 г. составило 89,8 %, в стоимостном выражении объемы эмиссии выросли с 481,9 млрд долл. США до 914,5 млрд долл. (см. рисунок 19)⁴⁶.

Финансирование ипотечного рынка США обеспечивалось участниками рынка, выполняющими специализированные функции. Банки были заинтересованы в привлечении максимального числа клиентов и выдачи им большего объема кредитов. В результате малообеспеченным слоям населения предлагались креди-

⁴⁶ Можаровский Е.В. Международный опыт использования секьюритизации активов на примере США // Вопросы экономики и права. 2013. № 2(56).

ты с переменной ставкой: пониженной в первые два-три года и повышенной в последующие периоды кредитования. Высокие кредитные риски данной категории заемщиков были компенсированы банками более высокими ставками по предоставляемым им кредитам. Таким образом, наименее платежеспособная категория граждан США приобрела недвижимость.

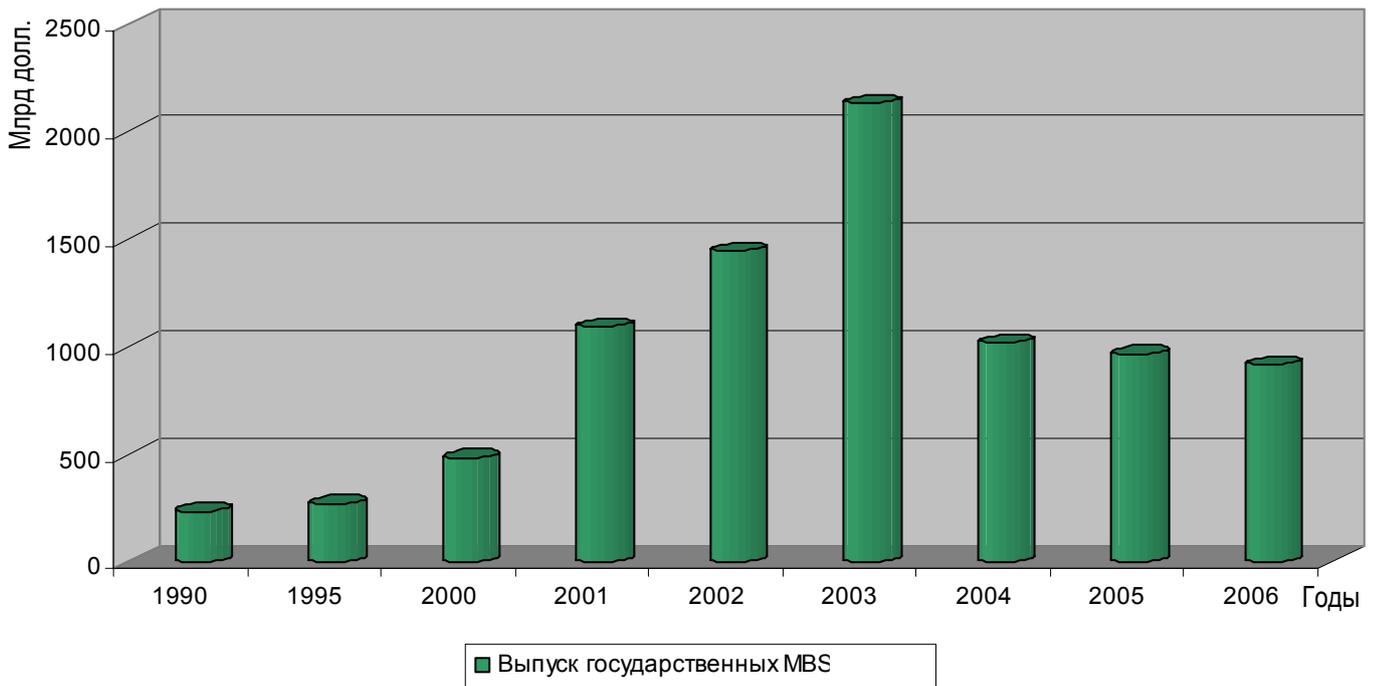


Рисунок 19 - Объемы эмиссии секьюритизированных государственных ипотечных ценных бумаг в США за 1990-2006 гг.

Источник. Расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (SIFMA или Securities Industry and Financial Markets Association).

Помимо того банками предлагались другие высокорискованные кредитные продукты, такие как оформление вторичной ипотеки (повторное оформление залога на ранее заложенную недвижимость) и ипотеки с переменной ставкой (изменение какого-либо установленного показателя влияет на уровень процентных платежей по ипотеке).

Кредиты собирались в однородные портфели и реализовывались инвесторам в качестве обеспеченных данными портфелями ценных бумаг. В целях повы-

шения интереса ценных бумаг у инвесторов банки привлекали рейтинговые агентства, присваивавшие ценным бумагам кредитные рейтинги. Далее, инвестиционные банки модифицировали уже выпущенные ценные бумаги в облигации, обеспеченные данными ценными бумагами (CDO или Collateralized Debt Obligation), и продавали инвесторам.

Инвесторы, обладая недостаточной информацией и большим количеством посредников в сделках секьюритизации, ориентировались на прогнозы рейтинговых агентств, не осуществляя при этом действительную оценку качества кредитов, являющихся обеспечением ипотечных ценных бумаг и облигаций, обеспеченных ценными бумагами.

Преимуществами данной системы является высокий уровень специализации участников сделки на всех этапах процесса и распределение финансирования между инвесторами различных классов, что позволяет снизить для заемщиков уровень процентных ставок по ипотечным кредитам для населения⁴⁷.

В результате анализа участников схемы секьюритизации ипотечных активов в США установлен конфликт интересов. Большая часть дохода банков формировалась за счет комиссий за обслуживание и выдачу кредитов. В результате банки выдавали большие объемы кредитов в минимальные сроки, что привело к ухудшению качества проверки будущих заемщиков и понижению банковских стандартов оценки кредитоспособности потенциальных клиентов.

Вышеперечисленные процессы сопутствовали длительному периоду избыточной ликвидности, низких процентных ставок по кредитам, макроэкономической стабильностью экономики в целом и финансового рынка в частности. В данных условиях многие инвесторы были готовы принять более высокий уровень рисков⁴⁸.

Экономисты Б. Кейс, А. Серу, Т. Мухержи, В. Виг провели исследование "Разве секьюритизация проводила к слабому отбору? Признаки низкокачествен-

⁴⁷ Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008 / Fitch Ratings // Энциклопедия российской секьюритизации. Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

⁴⁸ Каменщик Д.В. Механизм формирования "пузырей" на мировых финансовых рынках // Вопросы экономики и права. 2012. № 9.

ных займов"⁴⁹. В данной работе раскрыта проблема возникновения низкокачественных ипотечных кредитов и низкая степень оценки активов для проведения сделок секьюритизации. Приводится анализ влияния секьюритизации на уровень отбора банками кредитов, обеспеченных ипотекой с использованием метода скоринговой оценки платежеспособности будущих заемщиков. Банками США применяется индекс компании First Isaac Corporation (FICO), позволяющий определить вероятность наступления просрочки по кредиту и возможность его невыплаты в первые два года. Степень платежеспособности заемщика согласно FICO варьируется в диапазоне 400 – 900 баллов, где показатель 900 баллов является для заемщика максимальным.

В исследовании установлено, что заемщики, имеющие более 620 пунктов кредитного балла, проходили формальную проверку. Далее проходило формирование портфелей данных кредитов, их продажа, получение рефинансирования от Freddie Mac, Fannie Mae и передача рисков с банковского баланса на баланс данных ипотечных агентств.

Заемщики, имеющие более 620 пунктов кредитного балла, проходили формальную проверку. Далее проходило формирование портфелей данных кредитов, их продажа, получение рефинансирования и передача рисков с банковского баланса. Вместе с тем проверка повышенной сложности проводилась для заемщиков, имеющих кредитный балл менее 620 пунктов, так как по портфелям данных ипотечных кредитов было сложнее провести сделки секьюритизации активов. Данная тенденция была обусловлена тем, что стандарты ипотечных агентств Freddie Mac и Fannie Mae не предусматривали выкуп ипотечных ценных бумаг, обеспеченных кредитными портфелями заемщиков имеющих менее 620 пунктов кредитного балла по индексу FICO.

С учетом большого диапазона индекса FICO от 400 до 900 баллов, степень платежеспособности заемщиков имеющих баллы от 615 до 625 баллов является практически однородной.

⁴⁹ Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans / B.J. Keys [et al.] // The Quarterly Journal of Economics. 2010. № 125.

Исследование показало, что в первые два года объявление дефолта на 20 % чаще происходит заемщиками, имеющими от 621 до 625 баллов кредитного рейтинга, чем заемщиками, имеющими от 615 до 619 баллов. Возможность проведения сделок секьюритизации конкретных портфелей кредитов способствовала понижению качества отбора потенциальных заемщиков, что привело к распространению рисков данных обеспеченных ценных бумаг по всем участникам финансового рынка США.

Таким образом, для банков США передача рисков с баланса и получение комиссий за выдачу кредитов имели большее значение, чем получение ликвидности от проведенных сделок секьюритизации активов.

Спекулятивный процесс проведения сделок секьюритизации активов, направленных на получение комиссионных вознаграждений можно характеризовать цитатой Джона Мейнарда Кейнса из его труда *Общая теория занятости, процента и денег*: "Положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляций, когда расширение производительности капитала в стране становится побочным эффектом игорного дома, трудно ожидать хороших результатов"⁵⁰.

Вышеперечисленные факторы в совокупности с негативной рыночной конъюнктурой способствовали снижению объемов всех сделок секьюритизации активов.

В результате за период с 2006 по 2013 г. произошло стремительное снижение объемов эмиссий ипотечных ценных бумаг (MBS или Mortgage Backed Securities) частными финансовыми организациями в 9,5 раз и снижение эмиссий обеспеченных активами ценных бумаг (ABS или Asset-Backed Security) в 4 раза.

В стоимостном выражении объемы эмиссии Mortgage Backed Securities, выпущенных частными финансовыми организациями и Asset-Backed Security показали снижение с 917,4 млрд долл. до 96,8 млрд долл. и с 753,9 млрд долл. до 186,1 млрд долл., соответственно (см. рисунок 20)⁵¹.

⁵⁰ Кейнс Дж.М. *Общая теория занятости, процента и денег*. Москва : Эксмо, 2007.

⁵¹ Можаровский Е.В. *Международный опыт использования секьюритизации активов на примере США // Вопросы экономики и права*. 2013. № 2(56).

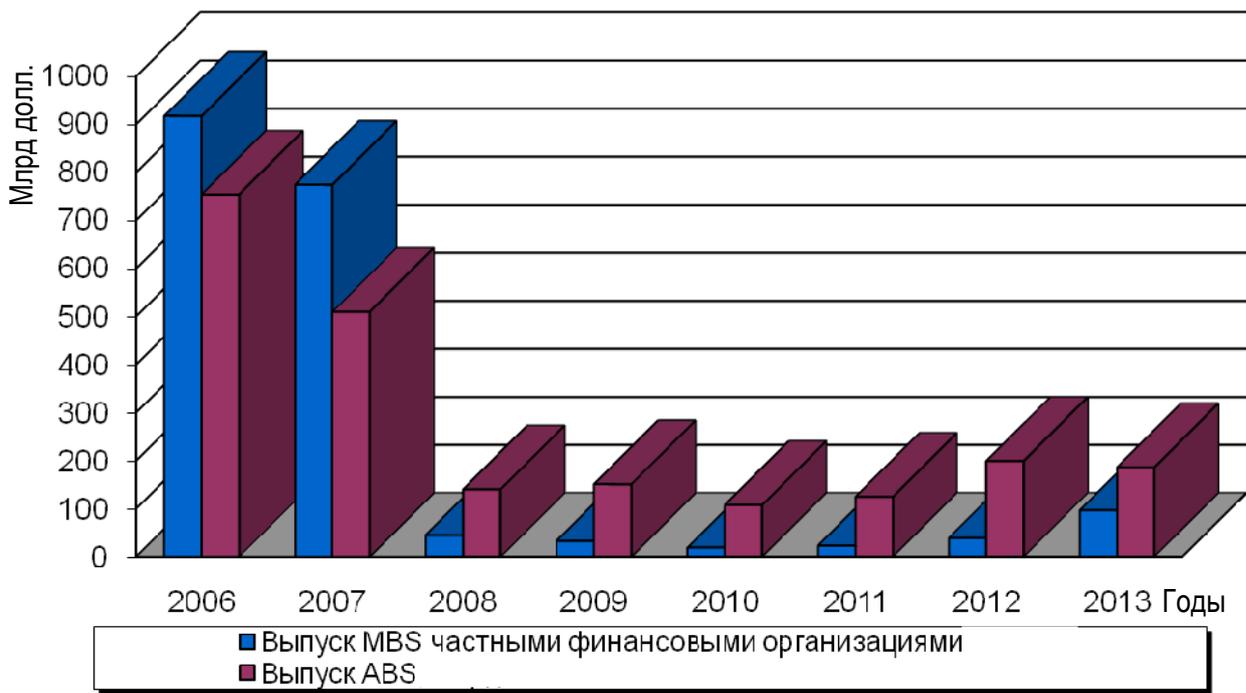


Рисунок 20 - Объемы эмиссии секьюритизации негосударственных активов в США за 2006-2013 гг.

Источник. Расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (SIFMA или Securities Industry and Financial Markets Association).

Министерством финансов США 7 сентября 2008 г. было объявлено о национализации Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита (Freddie Mac) и Федеральной национальной ипотечной ассоциации (Fannie Mae)⁵². Во второй половине 2008 г. Федеральная резервная система США провела выкуп обеспеченных ценных бумаг гарантированных Freddie Mac и Fannie Mae общим объемом 600 млрд долл.⁵³

Данные меры способствовали стабилизации ситуации на рынке ипотечного кредитования и позволили государственным структурам и институтам заменить частные компании.

В результате данного процесса установлен рост объемов эмиссий государственных ипотечных ценных бумаг MBS на 75 % с 914,5 млрд долл. до

⁵² Gosselin P.G. U.S. seizes mortgage titans in multibillion-dollar rescue // Los Angeles Times. 2008. 8 Sept.

⁵³ Киевич А.В., Ширалиев М.О. Программы Федрезерва США в борьбе с глобальным экономическим кризисом: аргументы за и против // Экономические науки. 2012. № 10 (95).

1596,8 млрд долл. Необходимо отметить, что динамика роста объемов эмиссий за период с 2006 по 2013 г. не являлась устойчивой (см. рисунок 21).

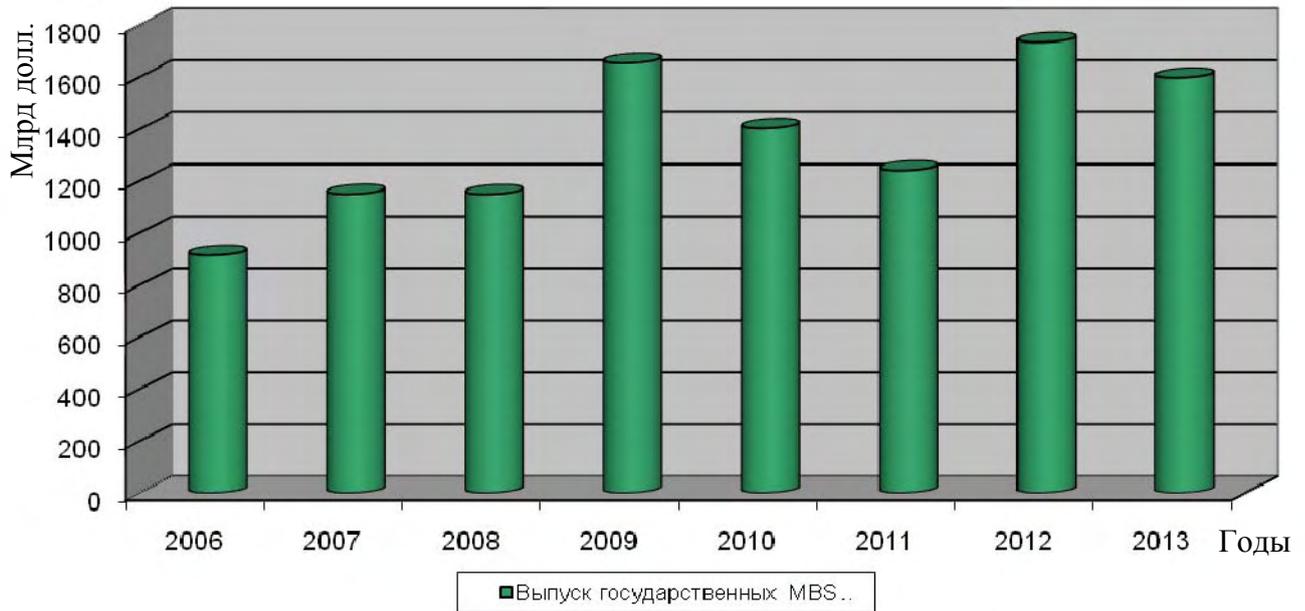


Рисунок 21 - Объемы эмиссии секьюритизированных государственных ипотечных ценных бумаг в США за 2006-2013 гг.

Источник. Расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (SIFMA или Securities Industry and Financial Markets Association).

Стабильные показатели объемов эмиссий государственных ипотечных ценных бумаг выпущенных в соответствии с программами Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, могут быть объяснены более высокими требованиями к секьюритизируемым портфелям кредитов, выступающих обеспечением и проведением государственной политики в области ипотечного кредитования в условиях кризисных явлений.

Так, в 2011 г. Федеральным управлением жилищного строительства (ФНА) было застраховано 29,8 % от общего объема ипотечных эмиссий против 6,1 % в 2007 г. Также, в 2011 г. доля ипотечных агентств Freddie Mac и Fannie Mae составила 47,3 % от общего объема секьюритизации ипотечных кредитов против 38,8 % в 2006 г.⁵⁴ Необходимо отметить, что на современном этапе развития мировой экономики продолжается период неопределенности⁵⁵.

⁵⁴ The Financial Services Fact Book 2013 // Insurance Information Institute and FS Roundtable. URL: www.financialservicesfacts.org.

⁵⁵ Ширалиев М.О. Эволюция мирового финансового кризиса: от ипотечного кризиса в США к долговому кризису в Европе // Вопросы экономики и права. 2012. № 12.

Помимо рынка секьюритизации активов США, автором проведено исследование законодательства о секьюритизации, регламентирующего механизм использования данного инструмента финансирования в таких странах, как: Франция, Испания, Италия, Португалия, Аргентина, Люксембург.

Так, правовая основа сделок секьюритизации во Франции была заложена с принятием закона о секьюритизации от 23 декабря 1988 г. Впоследствии данный закон был дополнен декретами от 13 июня 2008 г. № 2008-556 ("Ordonnance n°2008-556") и от 8 января 2009 г. № 2009-15 ("Ordonnance n°2009-15"). Секьюритизация проводится через фонды "communs de creances" и "communs de titrisation" путем выпуска паев, являющихся требованием об уплате дохода, полученного от активов данных фондов. В отношении доходов, являющихся для пайщика дебиторской задолженностью, должны быть соблюдены несколько условий: (а) дебиторская задолженность должна существовать в настоящее время или в будущем, (б) дебиторская задолженность должна принадлежать продавцу, (в) дебиторская задолженность должна быть определена и отделена либо возможна к отделению.

Французское законодательство о секьюритизации разрешает продажу дебиторской задолженности должнику, который является государственным органом, в том числе правительству или государственной структуре.

В области налогообложения необходимо отметить, что уступка дебиторской задолженности продавцом не облагается налогом на добавленную стоимость, за исключением услуг по взысканию долгов, которые подлежат обложению налогом на добавленную стоимость, действующим во Франции⁵⁶.

Развитие секьюритизации в Испании началось в 1982 г. с регулирования рынка ипотечного кредитования законом от 17 марта 1981 г. № 2/1981. Данный закон позволяет кредитным учреждениям привлечь внешнее финансирование путем выпуска ценных бумаг, известных как облигации с ипотечным покрытием ("Valores hipotecarios"). Далее правовые рамки для секьюритизации в Испании дополнялись рядом законодательных актов.

⁵⁶ Touraine H., Gauriot L. France / Freshfields Bruckhaus Deringer // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

В 1992 г. введен Закон от 7 июля № 19/1992, регулирующий деятельность инвестиционных фондов, фондов секьюритизации ипотечных активов, компаний, проводящих операции с недвижимостью.

В 1994 г. Закон от 14 апреля № 3/1994 регламентировал возможность проведения секьюритизации неипотечных видов активов, а именно других видов кредитов и различных видов дебиторской задолженности.

Королевским декретом от 14 мая 1998 г. № 926/1998 о деятельности фондов секьюритизации активов и компаний, управляющих данными фондами, установлена возможность секьюритизации будущей дебиторской задолженности, состоящей из предполагаемых поступлений.

Королевский декрет регламентирует фонды секьюритизации в качестве автономных портфелей активов, без самостоятельного статуса юридического лица, в которые входят группы финансовых активов и прочей дебиторской задолженности, при финансировании фондов секьюритизации в размере более 50 % через эмиссию ценных бумаг. Королевский декрет разрешает продажу будущих прав требований. Данным декретом вводится понятие фонда, обеспеченного активами секьюритизации ("Fondo de Titulizacion de Activos").

В области налогообложения для неиспанского резидента доходом признается разница между поступившими платежами от активов и стоимостью приобретения, оплаченная покупателем продавцу. Налог в размере 21 % (до 2013 г. в размере 19 %) с полученных доходов удерживается у источника выплат⁵⁷.

Правовые рамки для секьюритизации в Италии регламентированы Законом от 30 апреля 1999 г. № 130 ("Law 130"), а также законодательным декретом 385/1993, более известным как Сводный закон о банковской деятельности ("Consolidated Law on Banking").

Сводный закон о банковской деятельности устанавливает принципы, определяет полномочия и задачи государственных структур, регулирующих кредитную сферу (Министерство экономики и финансов, Банк Италии), а именно: он присваивает право издавать подзаконные акты и проводить интервенции пруденциального характера.

⁵⁷ Romero R.R., Sainz J.M. Spain / Uria Menendez Abogados, S.L.P. // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

В совокупности правила, регламентирующие уступку прав требования, отражены в Законе от 30 апреля 1999 г. № 130, который разрешает секьюритизацию прав требования через спецюрлица (SPV), зарегистрированных в юрисдикции страны. Согласно данному закону уступка прав требования может быть совершена только после публикации уведомления о данном действии в официальной газете Итальянской Республики, благодаря чему достигается значительное процессуальное упрощение и сокращение затрат на направление уведомлений всем должникам.

В случае возможного банкротства спецюрлица (SPV) активы выделяются и распределяются только в пользу покупателей ценных бумаг, обеспеченных данными активами.

Итальянское законодательство разрешает секьюритизацию налоговых поступлений, поступлений в различные социальные фонды. В основном Министерство экономики и финансов осуществляет секьюритизацию недоплаченных взносов социального страхования (unpaid social security contributions).

В области налогообложения для иностранных покупателей процентные платежи, произведенные итальянскими юридическими лицами (кроме физических лиц), подлежат удержанию налога на доходы. Ставка может варьироваться в зависимости от местоположения покупателей⁵⁸.

Правовая база сделок секьюритизации в Португалии регламентирована Указом-законом от 5 ноября 1999 г. № 453/99 ("Decree-Law № 453/99") о секьюритизации, Указом-законом от 4 августа 2001 г. № 219/2001 ("Decree-Law № 219/2001") о налоговом законодательстве в секьюритизации, Указом-законом от 5 декабря 2003 г. № 303/2003 ("Decree-Law № 303/2003") о правовых режимах секьюритизации.

В законе о секьюритизации отсутствует необходимость согласия должника по уступаемым правам требования либо уведомления должника о данном факте. Эти положения относятся к финансовым компаниям, банкам, пенсионным фондам

⁵⁸ Ago F., Consoli G. Italy / Chiomenti Studio Legale // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

(их управляющим компаниям), страховым компаниям, проводящим секьюритизацию активов.

Португальское законодательство разрешает секьюритизацию налоговых поступлений, поступлений в различные социальные фонды. Кроме того, законом предусмотрена возможность секьюритизация просроченной задолженности либо задолженности в отношении которых проходят судебные процедуры.

В области налогообложения для инвесторов, приобретающих португальские ценные бумаги, установлен особый налоговый режим, применимый к сделкам секьюритизации. Проценты, которые уплачиваются спецюрлицами (SPV) в адрес инвесторов, не будут облагаться португальским подоходным налогом вне зависимости от экономической природы и характеристики дебиторской задолженности⁵⁹.

Законодательство Аргентины не содержит отдельного закона, который специально регулирует секьюритизацию. В данной области наиболее правоприменимыми являются: Закон от 7 января 1988 г. № 23548 о соучастии ("the coparticipation law"), Закон от 22 декабря 1994 г. № 24441 о жилищном и строительном финансировании, Закон от 29 ноября 2012 г. № 26831 о рынке капитала.

Аргентинское законодательство разрешает продажу будущей дебиторской задолженности, за исключением продажи будущей дебиторской задолженности, обеспеченной ипотечными кредитами, и дебиторской задолженности, количественно не определенной на момент проведения уступки права требования. Аргентинское законодательство предусматривает возможность секьюритизации налоговых поступлений.

С позиции налогообложения необходимо отметить, что, согласно аргентинскому законодательству, уступка дебиторской задолженности подлежит налогообложению налогом на добавленную стоимость в части разницы между фактической ценой покупки уступаемого портфеля задолженности и номинальной стоимостью портфеля активов.

⁵⁹ Freire P.G., Aires B. Portugal / Vieira de Almeida & Associados // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

Процентные платежи, полученные инвесторами, подлежат налогообложению налогом на доходы. Для резидентов граждан и юридических лиц ставка при налогообложении варьируется от 3 до 35 %, для нерезидентов ставка может варьироваться от 15,05 до 35 % в зависимости от покупателя и его страны проживания⁶⁰.

Правовая основа сделок секьюритизации Люксембурга регламентирована Законом от 22 марта 2004 г., устанавливающим правовые основы этих сделок в стране.

В соответствии с данным законом почти все классы активов могут быть подвержены секьюритизации. Законодательство Люксембурга разрешает продажу будущей дебиторской задолженности при условии, что будущие денежные потоки возможно определить. Также в законодательстве отсутствуют специальные требования к секьюритизации налоговых поступлений государственными органами и дебиторской задолженности государственными организациями.

В области налогообложения отсутствуют какие-либо удержания с полученных доходов. Исключением может являться удержание налога в размере 35 % на процентные или другие подобные виды дохода, уплачиваемые физическому лицу, проживающему в Люксембурге или в другом государстве - члене Европейского союза. Физическое лицо может освободить себя от данного подоходного налога, если оно соглашается на обмен информацией между налоговыми органами Люксембурга и налоговыми органами соответствующей страны-участницы⁶¹.

Рассматривая законодательства европейских стран, необходимо отметить двухуровневую правовую систему, неразрывно связанную как с географическим местоположением, так и с политическим устройством. Помимо национального законодательного регулирования, широкое правоприменение получило наднациональное. Так, при отсутствии выбора сторонами правовой юрисдикции в договорных обязательствах по сделкам секьюритизации должно применяться законодательство той страны, из которой поступает дебиторская задолженность⁶².

⁶⁰ Varela D.F.B., Fortunati R.A. Argentina / Estudio Beccar Varela // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

⁶¹ Schmitt A., Heinzmann A. Luxembourg / Bonn & Schmitt // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

⁶² Touraine H., Gauriot L. France / Freshfields Bruckhaus Deringer// The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

Данные положения содержит регламент Европейского парламента и совета о праве, подлежащем применению к договорным обязательствам от 17 июня 2008 г. № 593/2008, также называемый "Рим I" (the Rome I Regulation). Данный регламент регулирует все договорные обязательства на территории Европейского союза, заключенные с 17 декабря 2009 г. Контракты, заключенные до 17 декабря 2009 г. будут подлежать регулированию конвенции о праве, применимой к договорным обязательствам от 19 июня 1980 г., более известной как "Римская конвенция" (the Rome Convention)⁶³.

Таким образом, высокие темпы экономического роста, слабая развитость кредитования и недостаток долгосрочных инвестиций способствовали развитию в РФ секьюритизации, направленной на международный рынок. За 2004-2013 гг. было проведено 80 сделок секьюритизации, причем 33 из них состоялись за период с 2012 по 2013 г.

Совокупный объем эмиссий секьюритизируемых активов значительно превысил 567 млрд руб. при доминировании в структуре сделок секьюритизации жилищных ипотечных кредитов (69,1 % от общего объема эмиссий). При этом 16,7 % от совокупного объема занимает 2006 г., более 23,5 % составляет 2013 г.

Из 80 сделок секьюритизации 63 сделки относятся к секьюритизации ипотечных активов. Агентство по ипотечному жилищному кредитованию выступает инструментом функционирования государственной политики в данной области и реализует долгосрочные программы по приобретению облигаций с ипотечным покрытием.

Схема секьюритизации ипотечных активов в США, как крупнейшего эмитента данных активов в мире (объем ипотечного кредитования превысил 10 трлн долл. на начало 2008 г.), имеет конфликт интересов участников сделок секьюритизации активов.

Кризисные явления рынка ипотечного кредитования США 2006-2008 гг. обусловлены следующими причинами:

⁶³ Walker P., Sheehy J. Ireland / A&L Goodbody // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. 2013.

- увеличением объемов высокорискованных кредитов;
- ростом уровня просроченных платежей среди неблагонадежных заемщиков в период замедления экономики;
- увеличением объемов ипотечного кредитования с целью инвестирования в жилую и коммерческую недвижимость;
- финансовыми проблемами у покупателей ценных бумаг, обеспеченных высокорискованными кредитами.

Рассмотрев законодательство Франции, Испании, Италии, Португалии, Аргентины, Люксембурга в области секьюритизации, необходимо отметить, что правовое регулирование секьюритизации в одних странах происходит единым законодательным актом комплексного характера, в то время как в других странах принят перечень законодательных актов в данной области.

При исследовании законодательства европейских стран установлено использование в них двухуровневой правовой системы, неразрывно связанной как с географическим местоположением, так и с политическим устройством. Помимо национального законодательного регулирования, широкое правоприменение получило наднациональное, а именно конвенция о праве, применимом к договорным обязательствам от 19 июня 1980 г., более известная как "Римская конвенция" (the Rome Convention), и регламент Европейского парламента и совета о праве, подлежащий применению к договорным обязательствам от 17 июня 2008 г. № 593/2008, также называемый "Рим I" (the Rome I Regulation), регулирующие все договорные обязательства на территории Европейского союза, заключенные до и после 17 декабря 2009 г.

В связи с вышеизложенным вопрос о пути развития рынка секьюритизации активов РФ является дискуссионным, поскольку с учетом заимствований тенденций развития рынка секьюритизации активов США национальный рынок секьюритизации РФ будет воспроизводить те же тенденции с учетом несовершенства законодательной базы в данной области.

Учитывая важность развития национального рынка секьюритизации активов для финансовой системы Российской Федерации, необходимо отдельно рассмотреть проблемы замедляющие развитие данного рынка и определить перспективы развития секьюритизации активов в Российской Федерации.

Глава 3 ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ ОРГАНИЗАЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

3.1 Проблемы, препятствующие развитию секьюритизации активов организаций, и возможные пути их решения

Несмотря на стабильную макроэкономическую ситуацию внутри страны, начиная с середины 2008 г. уровень активности на рынке секьюритизации активов организаций в Российской Федерации понизился в связи с негативными тенденциями мирового долгового рынка, в том числе рынка ценных бумаг.

Условия развития российской экономики существенно ухудшились под влиянием углубления мирового финансово-экономического кризиса.

Важным моментом для мирового и финансового рынка Российской Федерации следует признать банкротство Lehman Brothers - гигантского банка, имевшего многовековую историю и активы, составляющие более 500 млрд долл. О несостоятельности банка выполнять свои обязательства было объявлено 15 сентября 2008 г.

Произошло неблагоприятное изменение экономического климата в мире и в России в целом. Ограничение мирового спроса, усиленное начавшимся снижением со 129,3 долл. за баррель в июле 2008 г. до 38,1 долл. за баррель цены на нефть марки "Юралс", являющуюся основным товаром российского экспорта (34,4 % от структуры экспорта в 2008 г.), спровоцировало отток капитала с внутреннего финансового рынка. Чистый отток капитала частного сектора за 2008 г. составил

132,7 млрд долл. (в 2007 г. его чистый приток был равен 82,4 млрд долл.) (см. приложение Г)⁶⁴.

Финансовый рынок Российской Федерации столкнулся с полным прекращением внешнего финансирования и резким падением стоимости активов. По итогам 2008 г. индекс ММВБ и индекс РТС понизились по сравнению с концом 2007 г. на 67,2 и 72,4 %, соответственно.

В 2008 г. рейтинговые агентства произвели больше рейтинговых действий по сделкам секьюритизации активов в Российской Федерации, чем в любом предыдущем году. Все рейтинговые действия были негативными, а их география не ограничивалась Россией. Они были вызваны прежде всего понижением агентством Fitch Ratings суверенного рейтинга Российской Федерации по обязательствам в иностранной валюте и национальной валюте с уровня "BBB+" до "BBB", долгосрочный прогноз "негативный"⁶⁵.

На данном фоне возник кризис доверия на рынке межбанковского кредитования, появились серьезные проблемы с ликвидностью. Снизились темпы корпоративного и розничного кредитования, ухудшилось качество кредитного портфеля, сложилась отрицательная переоценка ценных бумаг.

Обесценение национальной валюты снизило привлекательность рублевых финансовых инструментов. Понижение номинального курса рубля к ведущим мировым валютам и снижение доверия к российскому банковскому сектору привели к росту ставок по рублевым межбанковским кредитам. Так, фактические ставки по предоставленным кредитам на срок от 31 до 90 дней 19 января 2009 г. достигли 55 %, в то время как при благоприятной финансовой конъюнктуре они находились ниже 6 % (на 7 августа 2008 г.)⁶⁶.

Рыночная ситуация на мировом рынке, характеризующаяся неустойчивой динамикой нефтяных цен, способствовала оттоку капитала за период с 2008 до

⁶⁴ Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора за 2008 год / Центральный банк Российской Федерации. URL: www.cbr.ru.

⁶⁵ Шаповалов А. Fitch диагностировало проблемы развития // Коммерсантъ. 2008. 11 нояб. (№ 204 (4021)). URL: www.kommersant.ru.

⁶⁶ Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора за 2008 год / Центральный банк Российской Федерации. URL: www.cbr.ru.

2013 г., составляющего не менее 43,2 млрд долл. ежегодно, в то время как прямые инвестиции в Российскую Федерацию показывали неустойчивую динамику: от 36 583 млн долл. - минимальных значений 2009 г. до 74 783 млн долл. - максимальных значений, зафиксированных в 2008 г. (см. таблицу 5).

Таблица 5 - Динамика прямых инвестиций Российской Федерации - сальдо операций платежного баланса за 2004-2013 гг., млн долл.

Инвестиции	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Прямые инвестиции (сальдо)	1 662	-2 372	7 602	9 541	19 120	-6 697	-9 448	-11 767	1765	-16 058
За границу	-13782	-17 880	-29 993	-45 879	-55 663	-43 281	-52 616	-66 851	-48 822	-86 712
В Россию	15 444	15 508	37 595	55 420	74 783	36 583	43 168	55 084	50 588	70 654

Источник. Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ). URL: www.cbr.ru.

Уход многих международных инвесторов с рынка секьюритизации вместе с падением доверия внутренних инвесторов вызвали сокращение спроса на инструменты структурного финансирования, хотя не так давно отмечалась противоположная тенденция.

Значительное отрицательное влияние на объемы выпусков секьюритизации активов в России оказали последствия мирового экономического кризиса. Результатом волатильности и роста процентных спрэдов стало существенное (в сравнении с предыдущими периодами) повышение стоимости привлечения средств для потенциальных эмитентов.

В результате ставка старших траншей ранее состоявшихся выпусков значительно выросла. Также пересмотру были подвержены качественные характеристики выпусков (уровень обеспечения, триггеры и т.д.). Секьюритизация стала более сложной и менее эффективной с точки зрения привлечения ресурсов для бизнеса процедурой, несмотря на стабилизацию на рынке межбанковского кредитования.

Мировой экономический кризис стал испытанием для кредитного качества обеспечивающих активов, используемых в сделках структурного финансирования в России⁶⁷. Некоторое время механизм секьюритизации практически не функционировал.

В результате произошло не только замещение внешней секьюритизации на внутреннюю, но и замещение частных оригинаторов на государственных. Данная тенденция обусловлена функционированием в области ипотечного кредитования Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) как инструмента реализации государственной политики. За период с 2009 г. по 2013 г. общий объем эмиссии обеспеченных ценных бумаг АИЖК превысил 82 млрд руб., составив более 27 % от всего объема выпусков.

Помимо экономических проблем, особенностью российского рынка секьюритизации являются значимые пробелы в законодательстве, что выступает важнейшим фактором, сдерживающим развитие секьюритизации в Российской Федерации.

Продолжительное время секьюритизация регламентировалась лишь Федеральным законом "Об ипотечных ценных бумагах", принятым 11 ноября 2003 г. Данный закон является первым документом, в котором российский законодатель, по аналогии со многими иностранными государствами, попытался ввести концепцию спецюрлица (SPV), которая подлежит специальному режиму налогообложения. Необходимо отметить, что этот закон регулирует только секьюритизацию жилой и нежилой недвижимости, в то время как остальные классы активов, которые можно было бы секьюритизировать, остаются за пределами действия данного нормативного акта.

Согласно ст. 279 Налогового кодекса Российской Федерации (НК РФ) при определении прибыли спецюрлица (SPV) финансовым результатом при уступке (либо переуступке) права требования является разница между доходами от реализации данного права требования и расходами на его приобретение.

⁶⁷ Пенкина И. Оценка перспектив развития рынка секьюритизации в России в 2008 году и анализ исполнения существующих сделок / Standard & Poor's. URL: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.

Все доходы, получаемые оригинатором от уступки (либо переуступки) активов, подлежат налогообложению в общеустановленном порядке в размере 20 % ставки налога на прибыль.

Полученный убыток по праву требования, срок платежа по которому не наступил, может учитываться в расходах уменьшающих налогооблагаемую базу в размере до 180 % ставки рефинансирования ЦБ РФ от размера процентов, отраженных в долговом обязательстве, равному переуступаемому праву требования за период с даты проведения уступки до даты предполагаемого платежа⁶⁸.

В российском законодательстве в области секьюритизации присутствуют пробелы в терминологии и составе участников.

Так, законодательством РФ не предусматривается участие в проведении сделок секьюритизации ипотечных кредитов таких важных участников, которые необходимы при внебалансовой секьюритизации активов, как триггер и трасти.

Триггеры (англ. triggers) - это ряд условий относительно банкротства или понижения рейтинга сервисного агента или оригинатора либо относительно ухудшения качества портфеля, изменений в налоговом законодательстве, смены собственника и т.д. При нарушении этих условий может происходить смена сервисного агента, амортизация резервного фонда или механизма повышения ликвидности, а также досрочное погашение секьюритизируемых ценных бумаг.

Трасти является доверенным лицом по управлению активами инвесторов, которые являются обеспечением эмитента. Трасти фактически проводит защиту интересов инвесторов и является их представителем.

Необходимо отметить, что 2 апреля 2009 г. президент Ассоциации региональных банков России Анатолий Аксаков внес в Государственную думу проект Федерального закона "О секьюритизации". Проект Закона "О секьюритизации" направлен на расширение банковского кредитования малого бизнеса и совершенствование правового регулирования локальных сделок секьюритизации всех видов финансовых активов и, прежде всего, портфелей кредитов малому и среднему бизнесу.

⁶⁸ Налоговый кодекс Российской Федерации. Ст. 269, п. 1.1.

В представленном законопроекте отражены два основных признака секьюритизации активов:

- принятие рисков специализированным финансовым обществом, которые связаны с определенными активами либо деятельностью третьих лиц;
- выпуск ценных бумаг, обеспеченных поступлениями, которые являются производными от соответствующего актива либо деятельности.

В законопроекте, в целях понижения риска приостановки сервисного обслуживания, введены положения о том, что спецюрлицо (SPV) имеет возможность передать функции сервисного агента иному лицу, при этом сервисный агент не может самостоятельно отказаться от исполнения обязательств по сервисному обслуживанию портфеля активов. Прописаны требования к спецюрлицу (SPV) для надежного обособления финансовых активов.

Прописана возможность открывать сервисному агенту номинальный банковский счет в пользу спецюрлица (SPV), которая позволит устранить риск смешивания иных денежных потоков сервисного агента с поступлениями от секьюритизированных активов.

Появление данного риска возможно при банкротстве сервисного агента, когда поступления от секьюритизированных активов включаются в общую конкурсную массу. Номинальный банковский счет позволяет избежать процедуры взыскания по обязательствам сервисного агента как владельца счета, поскольку денежные средства на данном счете не принадлежат сервисному агенту и не могут быть включены в общую конкурсную массу при процедуре банкротства.

По настоящее время Закон "О секьюритизации" после утверждения в первом чтении Государственной думой РФ так и не принят. Следует активизировать работу над ним совместно с Федеральной службой по финансовым рынкам, с Банком России для принятия необходимого финансовому рынку закона⁶⁹.

В условиях "турбулентности" мировых финансовых рынков для сохранения ликвидности финансового рынка РФ, способного в целом удовлетворять потреб-

⁶⁹ Смирнов И.Е. Перспективы международного финансового центра: правовая база // Управление в кредитной организации. 2011. № 5.

ности растущей экономике, необходимы законодательные поправки, направленные на снятие ограничения инвестирования средств Фонда национального благосостояния в секьюритизацию высоконадежных активов.

По состоянию на 1 января 2014 г. объем Фонда национального благосостояния достиг 2900,64 млрд руб.⁷⁰ Более 80 % данных средств - это валютные активы, размещенные в иностранных государственных облигациях, остальное - рублевые депозиты под 6-7 % годовых во Внешэкономбанке. Объем Фонда национального благосостояния позволит при последовательном инвестировании обеспечить секьюритизацию активов требуемыми долгосрочными инвестициями.

В области привлечения долгосрочного финансирования необходимо принять решение о включении высоконадежных секьюритизированных ценных бумаг в ломбардный список ЦБ РФ. Данная мера позволит привлечь инвестиции средних и небольших банков к данному виду активов, так как банки - держатели данных ценных бумаг получают возможность привлекать кредиты в Центральном банке Российской Федерации под их залог либо осуществлять с ними сделки РЕПО для привлечения финансирования.

Для реализации указанных мер следует предоставить юридическую возможность осуществлять секьюритизацию в соответствии с российским законодательством. Помимо принятия Закона "О секьюритизации", необходимо проработать и устранить на законодательном уровне следующие пробелы в области регулирования рынка секьюритизации РФ:

- отсутствует закон, регулирующий вопросы секьюритизации широкого перечня активов: потребительских кредитов, автокредитов, поступлений от НДСЛ, поступлений по страховым взносам и т.д.;

- положения Гражданского кодекса РФ не предусматривают особенностей по уступке (переуступке) прав требований по обеспеченным денежным обязательствам, несмотря на то, что данные права обладают высокой ликвидностью и интенсивно используются финансовыми организациями в их основной деятельно-

⁷⁰ Минфин России / Фонд национального благосостояния. Статистика. Совокупный объем средств фонда. URL: www.minfin.ru.

сти. Вместе с тем данные особенности уступки прав требований в целях налогообложения отражены в ст. 279 НК РФ;

- нормы Гражданского кодекса РФ должны быть дополнены положениями об уступке (переуступке) будущих прав требований, то есть прав, не существующих на момент заключения договорных обязательств об уступки прав между первичным и новым кредитором⁷¹.

В настоящее время для устранения риска преждевременной ликвидации под люксембургской юрисдикцией создается фонд, в уставе которого прописывается, что он выступает учредителем юридических лиц в России, но без полномочий принимать решения об их ликвидации⁷².

В законодательной области в качестве примера необходимо привести опыт Ирландии и Люксембурга. В Ирландии и Люксембурге существует специальное налоговое законодательство, которое регулирует порядок налогообложения секьюритизационных компаний. Кроме того, как и в Ирландии, в Люксембурге существует практика получения предварительных согласований (*advanced tax rulings*) с налоговыми органами налоговых последствий предпринимаемой транзакции⁷³. Соответственно, наличие двух данных факторов позволяет добиться высокой уверенности относительно порядка налогообложения секьюритизации при использовании спецюрлица (SPV).

В Российской Федерации отдельные положения предварительного налогового разъяснения нашли свое отражение в дорожной карте "Совершенствование налогового администрирования", утвержденной распоряжением Правительства РФ от 10 февраля 2014 г. № 162-р, и были направлены на опубликование разъяснения ФНС России действующих внутри- и междокументных контрольных соотношений, позволяющих налогоплательщикам выявлять ошибки до представления налоговой отчетности. Кроме того, в 2012-2014 гг. ФНС России был проведен пи-

⁷¹ Концепция развития гражданского законодательства РФ : утв. распоряжением Правительства РФ от 29 дек. 2008 г. № 2043-р.

⁷² Смирнов А.Л. Секьюритизация активов: вопросы развития и правоприменения // Юридическая работа в кредитной организации. 2011. № 4.

⁷³ Буров В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации в некоторых развитых странах / PriceWaterhouseCoopers. URL: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.

лотный проект горизонтального мониторинга нескольких крупнейших налогоплательщиков.

По результатам данного проекта принят Федеральный закон от 4 ноября 2014 г. № 348-ФЗ "О внесении изменений в часть первую Налогового кодекса Российской Федерации". Данный законопроект предусматривает возможность иного взаимодействия налоговых органов с налогоплательщиками в части отказа от проведения камеральных и выездных налоговых проверок и их замены налоговым мониторингом. Регламентировано, что налоговый мониторинг обеспечит доступ сотрудников ФНС России к любым документам бухгалтерского и налогового учета в режиме реального времени. Результатом мониторинга является мотивированное мнение налогового органа, направляемое в адрес налогоплательщика. Выполнение мотивированного мнения освобождает налогоплательщика от начисления штрафов и пеней по установленным правонарушениям.

Необходимо отметить, что запрос о представлении мотивированного мнения направляется организацией по результатам уже совершенного факта в хозяйственной жизни организации⁷⁴.

Налоговым кодексом РФ определены следующие правила, одновременное соблюдение которых позволяет налогоплательщику обратиться с заявлением о проведении налогового мониторинга:

- совокупная сумма уплаченных налогов за предшествующий год составляет не менее 300 млн руб.;
- суммарный объем полученных доходов за предшествующий год составляет не менее 3 млрд руб.;
- совокупная стоимость активов на 31 декабря предшествующего года составляет не менее 3 млрд руб.

Анализ действующего законодательства позволяет выявить следующие недостатки:

- мотивировочное мнение налогового органа может быть получено только по завершении хозяйственной операции, без возможности получения заключения по потенциальным сделкам;

⁷⁴ Налоговый кодекс Российской Федерации. Ст. 105.30, п. 4.

- возможность получения мотивировочного мнения предусмотрена только для узкой категории особо крупных налогоплательщиков и не предусматривает возможности получения данного документа вновь созданным спецюрлицам (SPV) для проведения конкретной сделки;

- в случае непреднамеренного нарушения законодательства налогоплательщиком мотивировочное мнение не освобождает налогоплательщика от уплаты налогов по данному правонарушению;

- процедура налогового мониторинга не освобождает от проведения проверки, а только подменяет одну формы контроля в виде камеральных и выездных налоговых проверок другой в виде налогового мониторинга.

С учетом вышеизложенного, по мнению автора, необходимо рассмотреть введение института предварительного согласования последствий предпринимаемой сделки в законодательстве Российской Федерации, что позволит спланировать все риски для налогоплательщика еще на этапе заключения сделки.

Процедура предварительного согласования последствий предпринимаемой сделки должна проходить следующим образом: налогоплательщик обращается в налоговый орган за государственной услугой с предоставлением всей информации по планируемой сделке и после проведения ФНС России анализа представленной информации и документов получает заключение по результатам проверки предпринимаемой сделки (при внесении поправок в законодательство - мотивировочное мнение). В случае исполнения налогоплательщиком условий заключения он освобождается от налоговой ответственности.

Понятие "заключение по результатам проверки предпринимаемой сделки" более точно характеризует отношения между налогоплательщиком и ФНС России и нуждается в отражении в ст. 11 НК РФ "Институты, понятия и термины, используемые в настоящем Кодексе".

Для анализа представленной информации и документов ФНС России, с точки зрения автора, должно хватить 60 календарных дней либо, как при проведении камеральной налоговой проверки налоговой декларации, 90 календарных дней.

Целесообразно установить ограничение по сумме сделки. Применительно к секьюритизации активов организаций необходимо установить границу в размере от 1 млрд руб.

Получение заключения по результатам проверки предпринимаемой сделки, по сути, является государственной услугой.

Под государственной услугой необходимо понимать услугу, оказываемую (выполняемую) органом государственной власти (органом местного самоуправления), государственным (муниципальным) учреждением в случаях, установленных законодательством Российской Федерации, иными юридическими лицами⁷⁵.

В связи с тем что данная процедура является государственной услугой, необходимо установить за нее определенную плату в виде государственной пошлины. Стоимость этой услуги необходимо определять по аналогии с размером государственной пошлины по делам имущественного характера рассматриваемых в суде⁷⁶.

При получении заключения по результатам проверки предпринимаемой сделки секьюритизации активов организаций ввести государственную пошлину при размере сделки свыше 1 млрд руб. - 200 тыс. руб. плюс 0,01 % суммы, превышающей 1 млрд руб., но не более 1 млн руб.

В области раскрытия дефолтов и просрочек необходимо внедрять Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), так как они более точно отражают состояние просроченных платежей, чем Российские стандарты бухгалтерской отчетности (РСБУ).

По РСБУ, на просроченную задолженность относится только сам невнесенный платеж в части погашения основного долга без процентов, а по МСФО, на просроченную задолженность относят всю сумму кредитов с просроченными платежами.

⁷⁵ Об организации предоставления государственных и муниципальных услуг : федер. закон от 27 июля 2010 г. № 210-ФЗ.

⁷⁶ Налоговый кодекс Российской Федерации. Ст. 333.19.

Развитие финансового рынка в рамках механизма секьюритизации приобретает свою актуальность в условиях глобализации валютной системы РФ и создания международного финансового центра. Данный механизм охватывает все секторы финансовой системы: банковский, страховой, рынок ценных бумаг, налоговую и пенсионную систему, институциональных инвесторов.

Вместе с тем в законодательном поле Российской Федерации появился Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации", закрепляющий ряд важных законодательных новелл в области секьюритизации, вступление в силу которых с 1 июля 2014 г. урегулировало ряд законодательных пробелов, создав участникам финансового рынка условия для секьюритизации широкого круга активов.

Таким образом, при создании благоприятного правового режима для проведения сделок секьюритизации посредством мер законодательного характера, направленных на устранение проблем в области регулирования внутреннего рынка секьюритизации, будет решена задача развития финансового рынка Российской Федерации в целом.

3.2 Законодательное обеспечение секьюритизации активов организаций

Степень развития секьюритизации в разных странах имеет отличия и в значительной мере зависит от развития национального правового поля в данной области. В целях регулирования национального рынка секьюритизации предприняты меры для создания благоприятного правового режима для проведения сделок секьюритизации посредством принятия Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации".

Законодательное регулирование секьюритизации на территории Российской Федерации берет свое начало с 1 июля 2014 г., т.е. с даты вступления в силу отдельных положений Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ.

При оценке степени "своевременности" появления и вступления в силу данного закона необходимо отметить, что законодательство, действовавшее до 1 июля 2014 г., позволяло секьюритизировать по российскому праву исключительно ипотечные кредиты. Сделки секьюритизации с другими классами активов на протяжении долгого времени были возможны в трансграничном режиме.

Данный законопроект обеспечил участников финансового рынка страны законодательной базой и условиями для секьюритизации широкого круга финансовых активов на российском рынке капитала.

Классические сделки секьюритизации, так называемой внебалансовой секьюритизации, осуществляются через специально созданное для целей секьюритизации юридическое лицо (SPV), для которого характерны отсутствие штата сотрудников, отсутствие аффилированности с банком, иницирующим сделку (Оригинатором). До вступления в силу положений Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ в российском законодательстве таким лицом являлся ипотечный агент, который создается в соответствии с Федеральным Законом от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ "Об ипотечных ценных бумагах" для целей секьюритизации ипотечных активов. Возможность использования юридического лица с аналогичным режимом в целях секьюритизации других активов по российскому праву не была предусмотрена ранее российским законодательством⁷⁷.

Законопроект № 379-ФЗ вводит понятие специализированного общества и устанавливает специальное регулирование деятельности такого общества. Так, в соответствии с данным законопроектом к специализированным обществам относятся два типа обществ - специализированное финансовое общество и специализированное общество проектного финансирования.

⁷⁷ Кандыба М., Перлова Е. Вторая жизнь российской секьюритизации : обзор законодательства // PricewaterhouseCoopers International Limited. 2013. Декабрь (№ 16 (87)).

Предмет и цели деятельности специализированного финансового общества ограничены операциями по приобретению денежных требований (в том числе будущих), а также иного имущества, связанного с такими денежными требованиями, и по выпуску облигаций, обеспеченных залогом данных требований.

Предметом и целью деятельности специализированного общества проектного финансирования является финансирование долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом данных требований и иного имущества.

Сделки, совершенные специализированными обществами в противоречии с вышеуказанными целями и предметом деятельности в нарушение его специальной правоспособности, могут быть признаны в суде недействительными специализированным обществом, его учредителем (участником) или кредиторами специализированного общества, если доказано, что другая сторона сделки знала или должна была знать об ограничении целей и предмета деятельности специализированного общества (при этом такое знание предполагается в связи с указанием на специализированность общества в его фирменном наименовании)⁷⁸.

Законодательно для специализированного общества установлены следующие особенности:

- Специализированное общество может быть создано только путем учреждения, при этом оплата акций (внесение вклада в уставный капитал) специализированного общества осуществляется только деньгами.

- Учредителями специализированного общества не могут являться юридические лица, зарегистрированные в государствах или на территориях, не предусматривающих раскрытия и предоставления информации при проведении финан-

⁷⁸ Крупышев Д. Обзор законодательства // Legal Capital Partners. 2014. 14 янв.

совых операций, перечень которых утверждается Министерством финансов Российской Федерации. Иных ограничений в отношении состава учредителей специализированного общества законопроектом не предусмотрено⁷⁹.

- Специализированное общество не вправе принимать решение об уменьшении своего уставного капитала. Также не допускается выкуп акций специализированного общества или приобретение специализированным обществом долей в его уставном капитале на протяжении всего периода его существования.

- Специализированное общество не может быть добровольно реорганизовано.

- Добровольная ликвидация специализированного общества возможна только с согласия 9/10 владельцев облигаций специализированного общества, обязательства по которым не исполнены, при отсутствии облигаций специализированного общества, обязательства по которым не исполнены⁸⁰.

- В специализированном финансовом обществе совет директоров (наблюдательный совет) и ревизионная комиссия (ревизор) не избираются, коллегиальный исполнительный орган не создается. Специализированное финансовое общество не имеет штата работников и не вправе заключать трудовые договоры. Уставом специализированного общества проектного финансирования может быть предусмотрено, что совет директоров (наблюдательный совет) и (или) ревизионная комиссия не избираются⁸¹.

- Полномочия единоличного исполнительного органа специализированного финансового общества должны быть переданы управляющей компании, которая должна соответствовать требованиям, установленным Законом о рынке ценных бумаг и должна быть включена Банком России в реестр организаций, которые вправе осуществлять соответствующую деятельность. Для специализированного общества проектного финансирования прописана возможность передачи полномочий исполнительному органу, без установления обязанности передачи.

⁷⁹ Информационный бюллетень / А. Кузнецов [и др.] // Ernst & Young Global Limited. 2013. 20 дек.

⁸⁰ О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 21 дек. 2013 г. № 379-ФЗ. Ст. 15.2.

⁸¹ Информационный бюллетень / А. Кузнецов [и др.] // Ernst & Young Global Limited. 2013. 20 дек.

- В положения устава специализированного общества, которые могут быть включены по усмотрению учредителей, входят случаи и условия (дополнительные по сравнению с установленными законодательством), при которых объявление и выплата дивидендов (распределение прибыли) специализированным обществом не осуществляются, либо общий запрет на объявление и выплату дивидендов (распределение прибыли) специализированного общества.

- В устав специализированного общества может быть включен перечень вопросов, таких как внесение в устав специализированного общества изменений или дополнений об одобрении определенных сделок, совершаемых обществом, решения по которым принимаются с согласия владельцев облигаций специализированного общества.

Важными изменениями в части требований к специализированным обществам являются поправки в законодательство о банкротстве, устанавливающие особый упрощенный порядок банкротства специализированных обществ. Так, в случае принятия арбитражным судом решения о признании специализированного общества - эмитента облигаций, обеспеченных залогом, - банкротом и об открытии конкурсного производства все обязательства по таким облигациям могут быть переданы другому специализированному обществу. Данная процедура может быть осуществлена на основании решения собрания владельцев облигаций в порядке и на основаниях, которые предусмотрены Федеральным законом от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)". При замене специализированного общества - эмитента облигаций - в случае его банкротства вместе с обязательствами по облигациям новому эмитенту таких облигаций передаются денежные требования и иное имущество, принадлежащее специализированному обществу и находящееся в залоге у владельцев облигаций.

Необходимо отметить, что Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" дополнил Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)" параграфом, специально регулирующим вопросы банкротства специализированного общества и ипотечного агента, а именно: при

банкротстве специализированного общества наблюдение, финансовое оздоровление и внешнее управление не применяются.

Законопроектом № 379-ФЗ внесены поправки в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ, устанавливающие очередность исполнения обязательств по облигациям разных выпусков, т.е. субординацию. Механизм субординации долга направлен на повышение гибкости управления рисками в таких сделках.

Российские законодатели приняли во внимание международный опыт самого развитого рынка секьюритизации активов - рынка Соединенных Штатов Америки, испытавшего кризисные явления на рынке секьюритизации в 2007-2008 гг. После кризисных явлений был принят долгожданный закон о финансовой реформе США от 21 июля 2010 г., более известный как закон Дода-Франка ("Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act").

Данный закон в целях снижения рисков финансовой системы предписывает удерживать оригинатору на своем балансе не менее 5 % кредитного риска в финансовом активе, т.е. оставлять на своем балансе не менее 5 % выпускаемых ценных, обеспеченных активами⁸².

В результате российскими законодателями в Федеральном законе от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ предусмотрено право Банка России устанавливать требования к формам и способам принятия рисков для первоначальных кредиторов по обязательствам, денежные требования по которым являются предметом залога по облигациям, и (или) для последующих кредиторов, если последние уступают денежные требования по таким обязательствам специализированным финансовым обществам или специализированным обществам проектного финансирования. Так, согласно законопроекту первоначальные кредиторы - банки (как правило, являющиеся оригинаторами) по секьюритизационным сделкам должны будут оставлять у себя на балансе не менее 20 % от общего размера обязательств по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и

⁸² Шамраев А. Правовое регулирование международных банковских сделок и сделок на международных финансовых рынках. Москва : КноРус, 2009.

не менее 10 % с залоговым обеспечением специализированного общества проектного финансирования.

Законопроектом внесены изменения в Гражданский кодекс Российской Федерации, позволяющие владельцу счета открывать номинальный счет для проведения операций с денежными потоками, правами на которые владеет бенефициар (иное лицо). Необходимо выделить следующие положения о номинальном счете:

- Права на приходящие на номинальный счет денежные потоки, принадлежат бенефициару (или нескольким бенефициарам), независимо от того, какое лицо внесло указанные денежные средства на счет.

- Существенными условиями договора номинального счета являются указание бенефициара и основание его участия в отношениях по договору номинального счета.

- Бенефициар может как участвовать, так и не участвовать в договоре номинального счета. В первой модели он имеет право получения от банка сведений являющихся банковской тайной при любых обстоятельствах, во второй - лишь если такое право предоставлено ему договором. В договор номинального счета с участием бенефициара по общему правилу могут быть внесены изменения только при участии всех сторон данного договора, то есть любые изменения возможны только при согласовании с бенефициаром.

- Договор номинального счета может предусматривать обязательства банка по контролю за целевым использованием денежных средств поступающих на счет владельца в соответствии с положениями договора в пользу бенефициара. Кроме того, данный договор может иметь закрытый перечень операций совершаемых в соответствие с поручениями владельца счета.

- Арест, приостановка операций проходящих по номинальному счету, либо принудительное списание денежных средств с данного счета в целях исполнения обязательств владельца счета не допускается. Исключением являются обязательства, связанные с оплатой расходов банка за совершение операций по счету согласно ст. 851 ГК РФ.

- Решение суда по обязательствам бенефициара является безусловным основанием для ареста номинального счета, либо принудительного списания денежных средств с данного счета.

Автором выявлено, что отдельные положения Законопроекта № 379-ФЗ в части невозможности приостановки, ареста либо списания денежных средств, находящихся на номинальном счете, вступают в противоречие с Налоговым кодексом Российской Федерации. Так, Налоговым кодексом в случае неисполнения налогоплательщиком требования об уплате налога (пеней, штрафа) предусмотрено право налоговых органов на приостановление операций по счетам в банке в целях обеспечения исполнения вынесенного решения по результатам проведенной проверки⁸³.

Учитывая данное противоречие, необходимо обратиться к предметной иерархии федеральных законов. В соответствии со ст. 76 Конституции Российской Федерации ни один федеральный закон не обладает по отношению к другому федеральному закону большей юридической силой⁸⁴.

Налоговый кодекс является федеральным (кодифицированным) законом, который, как и другие кодексы, содержит общие нормы и выполняет основополагающую роль в правовом регулировании определенной сферы общественных отношений. Следует отметить, что в Налоговом кодексе отражена необходимость соответствия иных законов в данной сфере кодексу, как содержащему основополагающие тезисы⁸⁵.

При рассмотрении практик налогообложения секьюритизации активов автором установлено следующее.

В феврале 2014 г. Высшим Арбитражным Судом Российской Федерации была подтверждена квалификация возможных налоговых последствий сделок секьюритизации со стороны судов трех инстанций в судебном деле открытого акционерного общества «Коммерческий банк "Траст"».

⁸³ Налоговый кодекс Российской Федерации. Ст. 76.

⁸⁴ Определение Конституционного Суда Российской Федерации от 5 нояб. 1999 г. № 182-О «По запросу арбитражного суда г. Москвы о проверке конституционности пунктов 1 и 4 и части 4 статьи 20 Федерального закона "О банках и банковской деятельности"».

⁸⁵ Налоговый кодекс Российской Федерации. Ст. 1, п. 1.

Судами было установлено, что банк в мае 2007 г. осуществил сделку секьюритизации портфеля потребительских кредитов и кредитов под залог транспортных средств, передав указанные активы специальному юридическому лицу под названием Russian Structured Consumer Credit № 1 S.A., учрежденному и зарегистрированному в Люксембурге в рамках специального местного закона о секьюритизации⁸⁶.

Специальное лицо Russian Structured Consumer Credit № 1 S.A. в целях получения денежных средств для осуществления оплаты по данным сделкам приобретения портфелей кредитов выпустило два транша облигаций: старший, приобретенный независимым инвестором, и младший, выкупленный самим оригинатором (ОАО «КБ "Траст"»).

Исполнение сделки проходило в течение нескольких лет.

В соответствии с условиями сделки оригинатор (ОАО «КБ "Траст"») признал в налоговом учете купонный доход по облигациям младшего транша в том налоговом периоде, в котором произошло закрытие сделки секьюритизации.

Доход банка формировался в виде разницы между доходностью по портфелю активов, переданному банком специализированному лицу, и обязательствами специализированного лица перед инвестором - покупателем старшего транша и поставщиками услуг (расходы на управление, аудит, бухгалтерский учет).

В соответствии с позицией Федеральной налоговой службы, поддержанной судами трех инстанций, банк-оригинатор фактически остался бенефициарным владельцем большей части процентного дохода по переданному кредитному портфелю⁸⁷.

Согласно Налоговому кодексу Российской Федерации процентами признается любой заранее установленный доход, полученный по долговому обязательству.

⁸⁶ Определение об отказе в передаче дела в Президиум Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 24 февр. 2014 г. № ВАС-98/14.

⁸⁷ Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 4 окт. 2013 г. по делу № А40-11909/2012.

ву любого вида вне зависимости от способа его оформления⁸⁸. Доход может быть получен в виде дисконта по долговому обязательству.

Отражение в налоговом учете доходов по долговым обязательствам с переменной процентной ставкой осуществляется в общем порядке, установленном ст. 250, 271 и 328 Налогового кодекса Российской Федерации.

Согласно методу начисления, доходы признаются в том налоговом (отчетном) периоде, в котором они имели место, независимо от фактического поступления денежных средств, иного имущества, работ, услуг, или (и) имущественных прав⁸⁹.

В результате доходы, получаемые спецюрлицом по кредитному портфелю и не используемые для погашения старшего транша облигаций или для обеспечения деятельности спецюрлица, должны автоматически признаваться доходом банка-оригинатора и учитываться для целей исчисления налога на прибыль в том налоговом периоде, в котором такие доходы были получены спецюрлицом, даже если по условиям сделки секьюритизации такие доходы в указанных налоговых периодах находились у спецюрлица и не перечислялись банку-оригинатору.

Указание банка на невозможность определения размера дохода по переменной ставке заранее установленного купонного дохода было отклонено судом апелляционной инстанции ввиду несоответствия действительности, так как банк являлся "сервисным агентом", имел полные отчеты, направлял заинтересованным лицам ежемесячные отчеты об эффективности портфеля, и в отчетах по международным стандартам финансовой отчетности банк отражал доходы по сделке секьюритизации, исходя из условий долгового обязательства и заранее установленной доходности по младшему траншу⁹⁰.

Таким образом, банк обладал всеми необходимыми данными для включения в налоговую базу процентных доходов по облигациям младшего транша, что не было осуществлено банком. В результате непризнание купонного дохода привело

⁸⁸ Налоговый кодекс Российской Федерации. Ст. 43, п. 3.

⁸⁹ Там же. Ст. 271, п. 1.

⁹⁰ Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 4 окт. 2013 г. по делу № А40-11909/2012.

к получению ОАО «КБ "Траст"» необоснованной налоговой выгоды в виде завышения убытка по налогу на прибыль за 2007 г. в сумме 150 213 тыс. руб. и неуплаченного налога на прибыль за 2008 г. в размере 86 439 тыс. руб.

Несмотря на то, что Федеральным законом № 379-ФЗ вводится понятие общества проектного финансирования и специализированного финансового общества, а также устанавливает специальное регулирование деятельности такого общества, снимая тем самым правовую неопределенность организационной формы спецюрлица (SPV), в данном законе отсутствует само понятие "секьюритизация".

Учитывая направленность данного законопроекта на развитие и регулирование национального рынка секьюритизации отсутствие определения существа самого предмета регулирования является значимым законодательным пробелом.

На основании вышеизложенного автором установлены отдельные законодательные пробелы Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ и противоречия отдельных положений данного закона действующему налоговому законодательству, которые без принятия отдельных законодательных поправок формируют существенные правовые риски при проведении сделок секьюритизации.

3.3 Предложения по расширению объектов секьюритизируемых активов путем секьюритизации поступлений по налогу на доходы физических лиц и страховых взносов на обязательное пенсионное страхование

Современный период замедления развития экономики Российской Федерации, характеризующегося сокращением ликвидности финансового рынка, определяет цель проведения исследования на предмет возможности привлечения в экономику страны денежных средств и регулирования ликвидности финансового рынка в целом.

Задачей исследования является поиск и рассмотрение механизма, позволяющего реализовать поставленные цели⁹¹.

В данном аспекте следует рассмотреть процесс привлечения финансирования путем секьюритизации активов.

В исследовании "Секьюритизация суверенных государств на развивающихся рынках"⁹², проведенном экономистом А.А. Джобстом, рассматриваются государства, использующие структурное финансирование (например, налоговых поступлений) в качестве альтернативного источника финансирования.

Так, международная секьюритизация налоговых поступлений стала отличительной чертой в Латинской Америке с момента принятия в Аргентине Закона соучастия (The Coparticipation Law) в 1988 г. Данный закон регламентировал перечень налогов, возможных для секьюритизации: подоходного (income), на добавленную стоимость (value-added) и потребление (consumption).

В конце 1990-х гг. многие американские штаты организовали выпуск ценных бумаг, обеспеченных будущими налоговыми поступлениями (ABS или Asset-Backed Security) - акцизными выплатами табачных компаний (tobacco settlement payments) на сумму более 4 млрд долл. За период с 1996 по 2001 г. только Нью-Йорк выпустил 7 различных сделок секьюритизация налоговых поступлений на общую сумму 138 млн долл.

Наибольший объем выпуска секьюритизации налоговых поступлений зафиксирован в Италии. Начиная с 1999 г. Министерство экономики и финансов Италии осуществило секьюритизацию недоплаченных взносов социального страхования (unpaid social security contributions) на общую сумму более 15,9 млрд евро⁹³.

В связи с вышеприведенными примерами секьюритизации налоговых поступлений на международном финансовом рынке особую важность приобретает

⁹¹ Можаровский Е.В. Практические аспекты и концептуальная модель развития секьюритизации поступлений по НДС // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 4(90).

⁹² Jobst A.A. Sovereign Securitization in Emerging Markets // Journal of Structured Finance. 2006. № 3, vol. 12.

⁹³ Jobst A.A. Sovereign Securitization in Emerging Markets // Journal of Structured Finance. 2006. № 3, vol. 12.

вопрос о создании национального высококонкурентного рынка секьюритизации, обеспеченного широким перечнем активов.

В целях расширения объектов секьюритизируемых активов необходимо рассмотреть секьюритизацию поступлений по налогу на доходы физических лиц (НДФЛ).

Секьюритизация поступлений по налогу на доходы физических лиц обладает существенным потенциалом в связи с ограниченным перечнем долговых инструментов в условиях государственно-частных взаимоотношений.

Вопрос секьюритизации поступлений по НДФЛ на финансовом рынке РФ не исследован. Данный вопрос имеет ограниченную международную практику, но существование общих подходов структурирования сделок секьюритизации снижает потенциальные издержки на реализацию.

Под секьюритизацией поступлений по НДФЛ следует понимать секьюритизацию, где специальное юридическое лицо (SPV) выпускает ценные бумаги, исполнение по которым осуществляется за счет поступлений от налоговых агентов по НДФЛ⁹⁴.

Финансирование проходит посредством эмиссии данных ценных бумаг на фондовом рынке.

Модель секьюритизации потенциальных денежных потоков по НДФЛ представлена на рисунке 21.

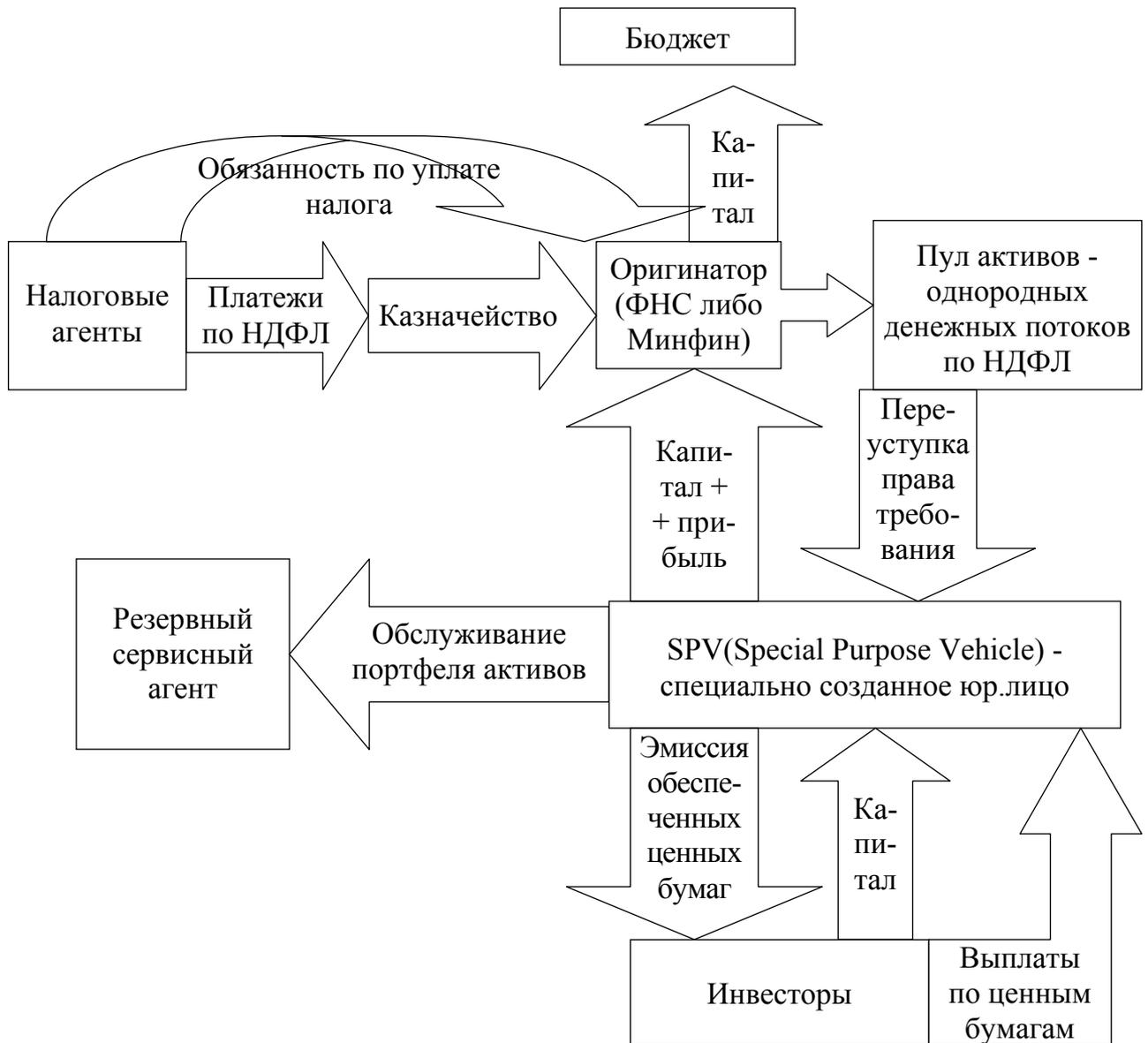
Процесс секьюритизации поступлений по НДФЛ включает в себя несколько этапов, которые показывают деятельность участников данного процесса от проведения платежей по НДФЛ налоговым агентом до погашения ценных бумаг, обеспеченных данными поступлениями.

1. Формирование портфеля активов.

Необходимо сформировать портфель активов - поступлений по НДФЛ, имеющих высокую степень однородности по показателям ликвидности и риска непогашения.

⁹⁴ Можаровский Е.В. Практические аспекты и концептуальная модель развития секьюритизации поступлений по НДФЛ // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 4(90).

Ликвидность, то есть частота поступлений денежных потоков по НДФЛ от налоговых агентов, закреплена Федеральным законом от 27 июля 2006 г. № 137-ФЗ. По отношению к налогоплательщикам, получающим доходы от налоговых агентов – организаций Российской Федерации, в НК РФ установлена обязанность налоговых агентов исчислять, удерживать и уплачивать налог на доходы физических лиц.



**Рисунок 21 - Модель секьюритизации поступлений по НДФЛ
(ITBS или Income taxes backed securities)**

На основании ст. 136 Трудового кодекса Российской Федерации выплата заработной платы осуществляется в день определенный в трудовом (коллективном) договоре, но не реже двух раз в месяц.

В соответствии с п. 2 ст. 223 Налогового Кодекса Российской Федерации установлено, что датой фактического получения дохода налогоплательщиком является последний день месяца, в котором произошло начисление указанных доходов согласно трудового договора, либо контракта.

Согласно п. 6 ст. 226 НК РФ за налоговыми агентами закреплена обязанность по исчислению, удержанию сумм налога в день фактического получения в банке денежных средств на выплату дохода и дня перечисления дохода со счета налогового агента на счет налогоплательщика. В отдельных случаях суммы исчисленного и удержанного налога перечисляются налоговыми агентами не позднее следующего дня после получения доходов налогоплательщиками.

С целью проведения выпуска траншей обеспеченных государственных долговых обязательств необходимо систематизировать перечень налоговых агентов по НДФЛ по уровню кредитного риска. Систематизацию данного перечня необходимо проводить по следующим признакам:

а) виду деятельности налогового агента. Постановлением Госкомитета РФ по стандартизации и метрологии от 6 ноября 2001 г. № 454-ст утвержден общероссийский классификатор видов экономической деятельности или ОКВЭД. Базовым критерием следует считать ОКВЭД. В случае выбора определенного перечня налоговых агентов по уплате НДФЛ, например кредитных учреждений, организации определяются в соответствии с основным кодом ОКВЭД: 65 - Финансовое посредничество;

б) географическому признаку налогового агента. Критерием отбора по данному признаку следует считать бюджет субъекта Российской Федерации, а именно поступления от налоговых агентов по НДФЛ по каждому субъекту. Налог на доходы физических лиц в соответствии с Федеральным законом от 29 июля 2004 г. № 95-ФЗ является федеральным налогом и поступает в консолидированный бюджет РФ. Вместе с тем контроль за исчислением и уплатой НДФЛ проводится на уровне субъекта Российской Федерации, что позволяет ограничить и разделить денежные потоки от поступлений НДФЛ.

Налоговыми агентами являются организации, состоящие на налоговом учете в Российской Федерации, осуществляющие ежемесячное исчисление, удержание и перечисление в бюджет авансовых платежей по НДФЛ.

С учетом вышеизложенного, налоговым агентом производится исчисление, удержание и перечисление в бюджет НДФЛ с заработной платы сотрудника один раз при окончательном расчете дохода по итогам каждого месяца⁹⁵.

Налоговым агентом удержание и уплата НДФЛ происходит по тем же кодам бюджетной классификации на те же расчетные счета в территориальном управлении федерального казначейства по соответствующему субъекту РФ по месту постановки на учет налогового агента.

2. Аккумуляция портфеля активов.

Портфелем активов являются авансовые платежи по НДФЛ, уплачиваемые определенным перечнем ежемесячно. Права требования на будущие денежные поступления по НДФЛ будут являться обеспечением.

Федеральная налоговая служба (далее - ФНС России) как originator, одновременно осуществляет функции сервисного агента, проводит сбор и обслуживание портфеля активов в виде поступлений данных авансовых платежей по НДФЛ. В качестве сервисного агента он занимается приемом данных авансовых платежей, перечислением их на расчетные счета в территориальных управлениях федерального казначейства по субъектам РФ, взысканием неперечисленных и неудержанных сумм по налогу на доходы физических лиц.

Механизм аккумуляции портфеля активов вне системы ФНС России, осуществляющей контроль за правильностью исчисления и сбор НДФЛ, заключается в выделении портфеля активов на балансе спецюрлица (SPV) (организационно-накопителя).

⁹⁵ Можаровский Е.В. Практические аспекты и концептуальная модель развития секьюритизации поступлений по НДФЛ // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 4(90).

С юридической точки зрения спецюрлицом (SPV) является организационно-правовой структурой, создаваемой для строго ограниченных и определенных целей, юридически не зависящей от своего учредителя⁹⁶.

После происходит систематизация активов по уровню кредитного риска и показателю ликвидности на основании ранее проведенной группировки налоговых агентов по НДС по одному из признаков: а) географическому признаку налогового агента. Критерием отбора следует считать бюджет субъекта Российской Федерации; б) виду деятельности налогового агента. Базовым критерием следует считать ОКВЭД.

Далее ФНС России осуществляется непосредственная продажа спецюрлицу (SPV) прав на активы. После реализации портфеля права на активы переходят на баланс спецюрлица (SPV), которое, в свою очередь, является эмитентом выпускаемых ценных бумаг. С экономической точки зрения существенной характеристикой данных ценных бумаг является их деление на старшие и младшие транши. Перечисление основного долга владельцам ценных бумаг младших классов осуществляется при условии полного погашения основного долга владельцам ценных бумаг старших классов⁹⁷.

3. Выпуск и размещение ценных бумаг.

Процесс размещения ценных бумаг проводится при взаимодействии участников: спецюрлица (SPV) (эмитента ценных бумаг), андеррайтера, резервного сервисного агента, юридической компании, аудиторской организации, рейтинговой компании.

Резервным сервисным агентом в рассмотренном механизме является Федеральная налоговая служба.

Возможным дополнительным обеспечением могут выступать формы государственных гарантий по отдельным выпускам и траншам ценных бумаг, в том

⁹⁶ Резванова Л.М. Механизм секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования // Банковское кредитование. 2008. № 1.

⁹⁷ Можаровский Е.В. Практические аспекты и концептуальная модель развития секьюритизации поступлений по НДС // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 4(90).

числе в виде поручительства Министерства финансов Российской Федерации. Предоставление данных гарантий возможно с учетом важности поступлений по НДФЛ в бюджетную систему РФ.

По долговым обязательствам иных лиц, возникшим из-за принятия законодательных актов РФ об отнесении данных обязательств на государственный долг и предоставленным РФ государственным гарантиям на долговые обязательства, является признанием государственным долгом в объеме обязательств по данным гарантиям, выраженным в валюте Российской Федерации⁹⁸. Данный факт является недостатком применения данного механизма. Кроме того, средства на исполнение государственных гарантий должны предусматриваться в бюджете соответствующего уровня на следующий финансовый год⁹⁹.

Совокупность законодательных ограничений существенно осложняет получение гарантий, так как возможность прогнозирования и согласования конкретных объемов средств затруднена в связи с изменчивыми потребностями рынка.

Альтернативным вариантом Федеральной налоговой службе Российской Федерации (ФНС России), задействованной в данной схеме секьюритизации, может выступать Министерство финансов РФ. При сохранении мнения о невозможности задействования в качестве originатора ФНС России необходимо использовать отработанный механизм выпуска облигаций федерального займа Министерством финансов с учетом вышеизложенных предложений. А именно: в случае эмиссии облигаций федерального займа, где Министерство финансов является эмитентом по поручению Правительства РФ, возврат денег и получение дохода по этим бумагам гарантированы государством. Данные положения определены Постановлением Правительства РФ от 15 мая 1995 г. № 458 "О генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов"¹⁰⁰.

Перспективность предложений с учетом отработанного механизма подтверждают объемы размещений облигаций федерального займа в размере

⁹⁸ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Ст. 97-98.

⁹⁹ Там же. Ст. 115.2.

¹⁰⁰ О генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов : постановление Правительства РФ от 15 мая 1995 г. № 58.

794,6 млрд руб. и 815,1 млрд руб. за 2012 и 2013 гг., соответственно (см. приложения Д, Е)¹⁰¹.

Взаимодействие спецюрлица (SPV), андеррайтера, рейтинговой компании, резервного сервисного агента, юридической компании, аудиторской организации происходит на рыночных условиях с установленным размером вознаграждения всем участникам. Далее проводится подготовка информационного меморандума для инвесторов.

После эмиссии ценных бумаг на фондовом рынке, денежные средства, полученные от реализации, поступают спецюрлицу (SPV), которое перечисляет данные денежные средства в бюджет через ФНС России.

4. Накопление денежных средств для проведения выплат по ценным бумагам.

Авансовые платежи по НДСЛ, которые уплачиваются налоговыми агентами по соответствующим реквизитам в территориальные управления федерального казначейства по субъектам РФ аккумулируются оригинатором. Далее ФНС России осуществляет перевод данных платежей в соответствии с определенным списком налоговых агентов на счет специального юридического лица (SPV). Спецюрлицо (SPV) собирает данные денежные потоки для погашения обеспеченных ценных бумаг и проведения выплат процентов по ним. Далее происходит само погашение ценных бумаг.

Привлечение капитала международных и российских инвесторов в ценные бумаги, эмитированные Минфином РФ и обеспеченные поступлениями по НДСЛ от определенного перечня налоговых агентов является главным аспектом процесса секьюритизации при государственно-частном взаимодействии.

Экономическое стимулирование развития механизма секьюритизации поступлений по НДСЛ позволит консолидированному бюджету РФ получать дополнительные поступления в необходимом количестве в необходимое время, при осуществлении выравнивания долгового рынка путем предоставления требуемого спроса на размещение рублевой ликвидности - сопоставимым объемом долговых

¹⁰¹ Минфин России/ Государственный долг РФ/ Операции Минфина России/ ГКО-ОФЗ/ Таблицы по результатам проведения аукционов. URL: www.minfin.ru.

инструментов. Результатом развития данного механизма является регулирование ликвидности фондового рынка.

Таким образом, орган исполнительной власти в лице Министерства финансов РФ приобретает механизм по привлечению дополнительных денежных средств с минимальными издержками в консолидированный бюджет Российской Федерации.

В подтверждение вышеизложенного в исследовании "Инновации на финансовых рынках" под редакцией Н.И. Берзона и Т.В.Тепловой приведен список новых форм секьюритизации денежных потоков, где в качестве одной из новых форм предложены налоги, сборы и пошлины. Правомерен вывод: "Представленный список не является исчерпывающим. Он может быть значительно расширен за счет включения в процесс секьюритизации новых видов деятельности, где существует стабильный денежный поток. Процесс секьюритизации практически ничем не ограничен, любая задолженность, которая генерирует денежный поток, может быть объединена в пул и предложена инвесторам"¹⁰².

Учитывая схожую экономическую природу и срочность НДС и страховых взносов на обязательное пенсионное страхование, автор считает целесообразным дать предложения по расширению объектов секьюритизируемых активов путем секьюритизации страховых взносов на обязательное пенсионное страхование.

Секьюритизация страховых взносов работодателей является совершенно новым перспективным продуктом на рынке структурированного финансирования Российской Федерации¹⁰³.

Применение секьюритизации страховых взносов в международной практике ограничено, но существование общего механизма структурирования и проведения сделок секьюритизации понижает возможные издержки на проведение.

Целью исследования является секьюритизация страховых взносов как механизм привлечения в экономику страны денежных средств и регулирования ликвидности финансового рынка в целом.

¹⁰² Берзон Н.И., Теплова Т.В. Инновации на финансовых рынках. Москва : ИД Высшей школы экономики, 2013.

¹⁰³ Можаровский Е.В. Секьюритизация страховых взносов // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 6(92).

Задачей исследования является поиск и рассмотрение механизма проведения секьюритизации страховых взносов.

В результате Пенсионный фонд Российской Федерации получит механизм позволяющий привлекать денежные средства с минимальными издержками, одновременно с этим инвесторы получают возможности приобретения высоконадежных активов.

Под секьюритизацией страховых взносов необходимо понимать процесс, при котором права требования на будущие денежные потоки по прямым страховым взносам продаются или иным образом передаются в пользу спецюрлица (SPV), которое привлекает денежные средства посредством размещения на фондовом рынке ценных бумаг, обеспеченных в первую очередь данными правами требования¹⁰⁴.

Федеральным законом от 3 декабря 2011 г. № 379-ФЗ установлены тарифы страховых взносов на 2012-2013 гг. (см. таблицу 6).

Таблица 6 - Тарифы страховых взносов на 2012-2013 гг.

База для начисления	Тариф страхового взноса, %		
	Пенсионный фонд	Фонд социального страхования	Федеральный фонд обязательного медицинского страхования
В пределах установленной величины базы	22	2,90	5,10
Свыше установленной величины базы	10	-	-

Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 ноября 2011 г. № 974 с 1 января 2012 г. утверждена база для начисления страховых взносов в размере 512 000 руб.

С учетом величины ставки в размере 22 %, перечисляемой в Пенсионный фонд Российской Федерации, в качестве примера проведения секьюритизации следует применить страховые взносы на обязательное пенсионное страхование (ОПС).

¹⁰⁴ Можаровский Е.В. Секьюритизация страховых взносов // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 6(92).

Модель секьюритизации страховых взносов можно отобразить следующим образом (рисунок 22).



Рисунок 22 - Модель секьюритизации страховых взносов на обязательное пенсионное страхование

Процесс секьюритизации страховых взносов включает в себя несколько этапов, которые раскрывают взаимодействие между участниками данного процесса от проведения платежей плательщиками страховых взносов до погашения ценных бумаг, обеспеченных будущими денежными поступлениями по данным страховым взносам.

1. Формирование портфеля активов.

Необходимо сформировать портфель активов в виде поступлений по страховым взносам имеющих сопоставимые показатели кредитного риска и ликвидности.

Показатель ликвидности или частоты поступлений денежных средств по страховым взносам установлен п. 3 ст. 15 Федерального закона от 24 июля 2009 г. № 212-ФЗ "О страховых взносах в Пенсионный фонд РФ, Фонд социального страхования Российской Федерации, Федеральный фонд обязательного медицинского страхования РФ". Законодательством регламентировано, что плательщики страховых взносов осуществляют исчисление ежемесячных обязательных платежей по итогам каждого календарного месяца в течение расчетного периода, исходя из величины выплат и прочих вознаграждений, начисленных с начала данного периода до окончания календарного месяца¹⁰⁵.

Вместе с тем на основании ст. 136 Трудового кодекса Российской Федерации выплата заработной платы осуществляется в день определенный в трудовом (коллективном) договоре, но не реже двух раз в месяц.

Сроки уплаты ежемесячных обязательных платежей плательщиками установлены п. 5 ст. 15 Федерального закона от 24 июля 2009 г. № 212-ФЗ. Данные платежи проводятся отдельными расчетными документами не позднее пятнадцатого числа месяца, следующего за календарным месяцем в котором произведено начисление ежемесячного обязательного платежа.

В результате, плательщиком страховых взносов ежемесячно производится исчисление, перечисление в бюджет платежей по страховым взносам пропорционально величине заработной платы сотрудника один раз при окончательном расчете дохода по итогам каждого месяца.

Систематизацию кредитного риска необходимо проводить путем группировки плательщиков страховых взносов. С целью проведения выпуска траншей

¹⁰⁵ Можаровский Е.В. Секьюритизация страховых взносов // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 6(92).

обеспеченных государственных долговых обязательств данную группировку необходимо проводить по следующим признакам:

а) виду деятельности плательщика. Постановлением Госкомитета РФ по стандартизации и метрологии от 6 ноября 2001 г. № 454-ст утвержден общероссийский классификатор видов экономической деятельности или ОКВЭД. Базовым критерием следует считать ОКВЭД. В случае выбора определенного перечня плательщиков страховых взносов, например нефтяных компаний, плательщики определяются в соответствии с основным кодом ОКВЭД: 11.10.11 - Добыча сырой нефти и попутного нефтяного газа;

б) географическому признаку плательщика. Критерием отбора по данному признаку следует считать бюджет субъекта Российской Федерации, а именно поступления страховых взносов каждого субъекта РФ.

До поступления страховых взносов в Пенсионный фонд РФ контроль за сбором страховых взносов проводится управлениями Пенсионного фонда по субъекту РФ, что позволяет ограничить и разделить денежные потоки от поступлений по страховым взносам¹⁰⁶.

Уплата работодателем страховых взносов на ОПС осуществляется на те же расчетные счета в территориальном управлении Федерального казначейства по соответствующему субъекту РФ по тем же кодам бюджетной классификации.

2. Структурирование активов.

Активами являются авансовые платежи, уплачиваемые ежемесячно определенным перечнем плательщиков страховых взносов, где в качестве обеспечения выступают права требования на будущие денежные потоки.

Плательщики - ограниченный перечень российских организаций, согласно законодательству ежемесячно осуществляющих расчет, перечисление страховых взносов на ОПС.

Пенсионный фонд РФ, как оригинатор, осуществляет функции сервисного агента, проводит сбор и обслуживание портфеля активов в виде поступлений де-

¹⁰⁶ Можаровский Е.В. Секьюритизация страховых взносов // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. № 6(92).

нежных средств по страховым взносам. В качестве сервисного агента он занимается приемом данных взносов, перечислением их на расчетные счета в территориальных управления федерального казначейства по субъектам РФ, взысканием неперечисленных сумм по страховым взносам.

Механизм структурирования портфеля активов вне системы Пенсионного фонда РФ, отвечающего контроль за уплатой и правильностью исчисления страховых взносов на ОПС, заключается в выделении достаточного портфеля активов на балансе спецюрлица (SPV) (организации-накопителя).

С юридической точки зрения спецюрлицом (SPV) является организационно-правовой структурой, создаваемой для строго ограниченных и определенных целей, юридически не зависящей от своего учредителя¹⁰⁷.

После происходит систематизация активов по уровню кредитного риска и показателю ликвидности на основании ранее проведенной группировки плательщиков взносов.

Далее осуществляется непосредственная продажа спецюрлицу (SPV) прав на активы. После реализации портфеля права на активы переходят на баланс спецюрлица (SPV), которое является эмитентом выпускаемых ценных бумаг.

Спецюрлицо должно отвечать требованиям:

- единственный вид деятельности спецюрлица заключается в обеспечении проведения процесса секьюритизации и владении правами требования будущих денежных потоков;

- использование структуры управления и организационно-правовой формы, позволяющие понизить возникновение рисков выведения активов, нецелевого расходования средств, дефолта и банкротства.

3. Эмиссия ценных бумаг.

Эмиссия ценных бумаг проводится при взаимодействии участников: спецюрлица (SPV) (эмитента ценных бумаг), андеррайтера, резервного сервисного агента, юридической компании, аудиторской организации, рейтинговой компании.

¹⁰⁷ Резванова Л.М. Механизм секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования // Банковское кредитование. 2008. № 1.

Все участники процесса секьюритизации страховых взносов на ОПС выполняют характерные для них функции.

Кредитная поддержка секьюритизации оказывается гарантом. Гарантом, как правило, является крупный банк либо страховая компания, обладающая высоким уровнем капитала и рейтингом¹⁰⁸. Возможным дополнительным обеспечением могут выступать формы государственных гарантий по отдельным выпускам и траншам ценных бумаг, в том числе в виде поручительства Минфина РФ. Предоставление данных гарантий возможно с учетом важности поступлений страховых взносов в бюджет.

Организатор-андеррайтер принимает участие в проведении сделки секьюритизации: осуществляет оценку и поддержание определенного диапазона цен конкретного выпуска обеспеченных ценных бумаг.

Резервный сервисный агент осуществляет обслуживание активов в случае невозможности оригинатором контролировать портфель активов.

Функции аудиторской организации и юридической компаний заключаются в проведении консультаций на этапе подготовки сделки и анализа документов на предмет соответствия требованиям национального и международного законодательства.

Рейтинговое агентство осуществляет анализ параметров портфеля активов и финансовой устойчивости участников сделки, результатом которого является присвоение эмитируемым ценных бумаг рейтинга.

Взаимодействие спецурлица (SPV), андеррайтера, рейтинговой компании, резервного сервисного агента, юридической компании, аудиторской организации происходит на рыночных условиях с установленным размером вознаграждения всем участникам. Далее проводится подготовка информационного меморандума для инвесторов.

При проведении эмиссии ценные бумаги могут быть разделены на старшие и младшие транши, то есть погашаемые в первоочередном и обычном порядке.

¹⁰⁸ Соболев Д. Секьюритизация доходов от коммерческой недвижимости // РЦБ. 2007. № 15 (342).

После эмиссии ценных бумаг на фондовом рынке, денежные средства, полученные от реализации, поступают оригинатору.

4. Накопление денежных средств для проведения выплат по ценным бумагам.

Уплачиваемые плательщиками страховых взносов на ОПС платежи по соответствующим реквизитам в территориальные управления федерального казначейства по субъектам РФ аккумулируются оригинатором. После этого оригинатор осуществляет перевод данных платежей в соответствии с ранее определенным перечнем плательщиков взносов на счет специального юридического лица (SPV). Далее спецорлицо (SPV) собирает данные денежные потоки для погашения обеспеченных ценных бумаг и проведения выплат процентов по ним. Далее происходит само погашение ценных бумаг.

Особенностью процесса секьюритизации страховых взносов выступает государственно-частное взаимодействие, главным аспектом которого является привлечение капитала международных и российских инвесторов в ценные бумаги, эмитированные Пенсионным фондом РФ и обеспеченные поступлениями страховых взносов.

Таким образом, Пенсионный фонд РФ приобретает механизм позволяющий финансировать дополнительные расходные операции и проводить управление денежными средствами пенсионной системы

С учетом обсуждений о необходимости увеличения "пенсионного возраста" граждан Российской Федерации и повышения доли стареющего населения финансирование путем секьюритизации страховых взносов позволит улучшить качество управления денежными средствами.

Необходимо отметить, что секьюритизация бюджетных доходов государства, его субъектов в рамках действующего Бюджетного кодекса Российской Федерации, предусматривающего принцип "единства кассы" и не допускающего в принципе выведения каких-либо доходов за рамки бюджетов, затруднена¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Пахомов С.Б. Секьюритизация доходов бюджета территориального образования и облигационные займы: опыт Нью-Йорка // Финансы. 2006. № 12.

В последней редакции Бюджетного кодекса РФ данный вопрос не отражен, значит, с точки зрения правового регулирования государственной сферы этого делать нельзя. То есть в государственной сфере обычно руководствуются следующим правилом: если не разрешено, значит, запрещено. Следует ввести раздел Бюджетного кодекса о возможности секьюритизации в сфере государственного, а также регионального долга¹¹⁰.

Необходимо принять законодательные акты, позволяющие государственным ведомствам, субъектам Федерации учреждать специализированные общества, бенефициарами которых бы они являлись в целях использования и передачи в обеспечение долговых обязательств отдельных налоговых платежей.

Несмотря на то, что Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" направлен на создание благоприятного правового режима для проведения сделок секьюритизации, данный закон не затрагивает область государственных финансов.

Масштабная реализация механизмов секьюритизации поступлений по НДС и страховых взносов на ОПС позволит увеличить ликвидность рублевого долгового рынка в целом. Увеличение ликвидности необходимо в условиях глобализации национальной валютной системы и созданию в российской Федерации международного финансового центра.

Конвертируя валюту в рубли, международные инвесторы и монетарные власти должны иметь возможности по приобретению финансовых активов на данные средства.

Таким образом, данные механизмы секьюритизации будут способствовать регулированию ликвидности финансового рынка и привлечению на постоянной основе денежных средств.

¹¹⁰ Вопросы законодательного регулирования субфедеральных заимствований : интернет-интервью с председателем Комитета государственных заимствований г. Москвы С.Б. Пахомовым. Доступ из справ.-правовой системы "Гарант".

Необходимо отметить, что различные бизнес-процессы носят временный характер. Вместе с тем перечисление страховых взносов и налогообложение постоянно, в результате инвесторы приобретают высококачественный актив с целью размещения свободных финансовых потоков, обеспеченный законодательно закрепленной ликвидностью поступлений страховых взносов на обязательное пенсионное страхование и поступлений по НДФЛ.

В настоящее время кризисные явления ограничивают нормальное функционирование рынка финансирования, в результате чего международный рынок секьюритизации остается закрытым для российских эмитентов. Для решения проблемы привлечения долгосрочного инвестирования необходимо принять решение о включении высоконадежных ценных бумаг, обеспеченных активами, в ломбардный список Банка России. Требуется законодательные поправки, направленные на снятие ограничения инвестирования средств Фонда национального благосостояния в секьюритизацию высоконадежных активов.

Для повышения прозрачности в области раскрытия дефолтов и просрочек необходимо внедрять Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО).

На государственном уровне требуются изменения в области законодательства в части:

- принятия специальных актов, устанавливающих правила для проведения локальных сделок неипотечной секьюритизации;
- стандартов терминологии по участникам сделки;
- поправок по налогообложению, разъяснению в области налоговой практики;
- ограничений преждевременной ликвидации спецюрлица (SPV).

Перспективными объектами секьюритизации активов являются поступления по страховым взносам и поступления по НДФЛ.

Масштабная реализация данных механизмов секьюритизации позволит на постоянной основе привлекать денежные средства и регулировать ликвидность финансового рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В соответствии с поставленными целями на основании диссертационного исследования автором получены следующие результаты и сделаны выводы:

1. Изучение механизмов проведения и эмиссий сделок локальной и международной секьюритизации позволило автору установить риски, влияющие на секьюритизацию, и предложить меры, позволяющие в рамках законодательного поля РФ устранить либо существенно понизить возникновение конкретного вида риска.

Выявлены и представлены три группы рисков, влияющих на секьюритизацию активов:

- риски, влияющие на защиту денежного потока;
- риски, связанные со структурой оригинатора и участниками сделки;
- риски секьюритизируемых активов.

1) Риски, влияющие на стабильность денежного потока:

а) зачет со стороны банка к владельцу счета (предъявление встречных требований к владельцу счета (спецюрлицу)). В целях устранения данного риска со стороны банка договор банковского счета должен содержать запрет на проведение зачета встречных требований со стороны банка;

б) банкротство банка (наложение Центральным банком РФ при приостановлении полномочий исполнительных органов моратория на удовлетворение требований кредиторов). В целях снижения данного риска спецюрлицу (SPV) необходимо направлять денежные потоки в банки с максимально высокими рейтингами, обладающие высокой устойчивостью. Понижение рейтинга такого банка дает возможность перевода в банк, имеющий рейтинг, сопоставимый с предыдущим;

в) банкротство оригинатора. В соответствии с п. 4 ст. 134 Федерального закона о несостоятельности (банкротстве) в первую и вторую очередь кредиторов по обязательствам включаются выплаты физическим лицам согласно трудовым

договорам. С учетом того что права требования находятся в залоге у спецюрлица (SPV), а требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом, удовлетворяются за счет совокупной стоимости залога перед иными кредиторами, оригинатору необходимо иметь минимальный штат сотрудников, поскольку выплаты по трудовым договорам сотрудников при банкротстве оригинатора имеют приоритет перед выплатами по прочим обязательствам.

2) В целях снижения рисков, возникающих в процессе секьюритизации активов, спецюрлицо и участники сделки должны соответствовать следующим требованиям:

- а) наличие ограничений в структуре акционерного капитала;
- б) ограничения на виды деятельности. Необходимость ограничений вызвана риском снижения платежеспособности при осуществлении непрофильной деятельности, не связанной с выполнением обязательств;
- в) ограничение на проведение реорганизации;
- г) необходимость отсутствия штата сотрудников;
- д) необходимость анализа конфликта интересов организаторов (инвестиционных компаний и банков) и рейтинговых агентств, получающих комиссии по итогам выпуска ценных бумаг. Как следствие, возникает конфликт интересов указанных лиц в выполнении обязательств, так как они заинтересованы в росте объемов сделок с целью получения комиссий по их итогам.

3) Секьюритизируемые активы подвержены следующим видам рисков:

- а) кредитный риск (возможность неисполнения или исполнения ненадлежащим образом контрагентом своих обязательств по сделке). Предлагается в качестве одной из мер понижения кредитного риска применять субординацию активов. Субординация активов представляет собой размещение нескольких классов ценных бумаг с разными правами в рамках одного выпуска обеспеченных ценных бумаг. Общепринятой формой является деление эмиссии обеспеченных ценных бумаг на несколько классов: А, В, С, D. Перечисление основного долга владельцам ценных бумаг младших классов происходит при условии полного погашения основного долга владельцам ценных бумаг старших классов;

б) риск досрочного погашения;

в) риск дефолта заемщика;

г) налоговый риск. Данный риск связан с возможностью перемен фискальной политики государства, ущемляющих права и интересы сторон сделки. Секьюритизация наиболее подвержена налоговому риску, поскольку жизненный цикл обеспеченных ценных бумаг при секьюритизации в некоторых случаях составляет более 40 лет.

Для понижения налоговых рисков наиболее распространенным способом является выбор юрисдикции стран с наиболее устоявшейся правовой системой, таких как Люксембург и Ирландия.

Автором приведены отличия режимов налогообложения международной и внутристрановой (локальной) секьюритизации по показателям: стабильности налогового режима эмитента, налогообложения процентных доходов держателей облигаций, структурирования передачи активов на накопительном этапе, обслуживания портфеля активов, несения расходов по сделке;

д) риск процентных ставок. Основными причинами риска процентной ставки могут быть: - непредсказуемое изменение экономической конъюнктуры; - несогласованность сроков в активах и пассивах;

е) страновой риск (действия суверенного правительства или экономических, политических изменений в стране). Ключевые факторы:

- политические программы правящей и будущей возможной элиты;
- структура платежного баланса экономики и ее зависимость от узкого перечня товаров;
- стабильность денежно-кредитной политики;
- уровень жизни и социальной однородности населения в целом.

При планировании международных сделок страновые риски могут иметь "удвоенное" значение.

2. Появление секьюритизации в России неразрывно связано с осуществлением первой сделки: в 2004 г. газовая компания "Газпром" привлекла 1,25 млрд долл., выпустив ценные бумаги, обеспеченные будущими экспортными контрактами.

Выявлены предпосылки возникновения секьюритизации в России:

- продолжительный рост экономики, сопровождающийся значительной инфляцией;
- возможность получения финансирования на международных рынках;
- низкий объем заимствований к ВВП;
- недостаток предложения долгосрочного финансирования на внутреннем рынке.

Вышеперечисленные факторы способствовали развитию в РФ секьюритизации, направленной на международный рынок капитала.

Российский рынок секьюритизации активов характеризовался переменной динамикой развития. До кризисных явлений 2008 г. тенденция развития внутреннего рынка секьюритизации характеризовалась ориентацией на международные рынки при многообразии видов обеспечивающих активов (ипотечные активы, автокредитование, поступления по договорам лизинга, поступления будущих периодов).

Глобальный финансовый кризис осложнил для национальных экономик стран возможность привлечения инвестиций, в результате чего начиная с 2009 г. выявлена тенденция замещения международной секьюритизации внутренней при абсолютном доминировании ипотечных активов в качестве вида обеспечивающего актива.

Данная тенденция обусловлена функционированием в области ипотечного кредитования Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) как инструмента реализации государственной политики.

За период с 2009 г. по 2013 г. общий объем эмиссии обеспеченных ценных бумаг АИЖК превысил 82 млрд руб., составив более 27 % от всего объема выпусков.

Рассчитана средняя срочность выпущенных обеспеченных ценных бумаг для поступлений по ипотечному кредитованию, составляющая 27,4 года.

На основании вышеизложенного автором сделан вывод, что деятельность АИЖК способствует поддержанию долгосрочной ликвидности российских банков и формированию рынка ценных бумаг, обеспеченных ипотекой.

Общий объем сделок секьюритизации активов выпущенных за период с 2004 по 2013 г. составил 567 013,1 млн руб., в том числе 212 210,6 млн руб. проведено за последние два года, что позволяет говорить о формировании и развитии национального рынка секьюритизации ипотечных активов РФ. Вместе с тем высокая однородность отечественного рынка секьюритизации позволяет сделать вывод о дефиците объектов секьюритизируемых активов при несовершенной нормативно-правовой законодательной базе.

3. Выявлены и подробно охарактеризованы основные проблемы секьюритизации активов организаций в Российской Федерации, которые условно разделены на экономические и законодательные. Предложены возможные пути их решения.

Экономические проблемы связаны с сокращением спроса международных инвесторов на инструменты структурного финансирования, сопровождающиеся снижением инвестиционной активности внутренних инвесторов, следствием которых является как замещение внешней секьюритизации внутренней, так и замещение частных оригинаторов государственными.

Законодательные проблемы, проявляясь в процессе подготовки и проведения сделок секьюритизации, связаны с пробелами в нормативно-правовых актах.

В целях решения представленных проблем предложен комплекс мер, позволяющих стимулировать развитие секьюритизации в Российской Федерации.

В ходе исследования установлено, что для решения проблемы привлечения долгосрочного инвестирования необходимо принять решение о включении в ломбардный список Банка России высоконадежных обеспеченных ценных бумаг. Необходимы законодательные поправки, направленные на снятие ограничения инвестирования средств Фонда национального благосостояния в секьюритизацию высоконадежных активов.

Государственная поддержка рынка секьюритизации активов необходима в области изменения законодательства в части:

- стандартов терминологии по участникам сделки;
- внедрения Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) в области раскрытия дефолтов и просрочек;

- поправок в области налогообложения.

В качестве отдельной меры, необходимой для развития секьюритизации активов организаций в РФ, автором предложен институт предварительного согласования последствий предпринимаемой сделки с налоговыми органами.

Данная процедура должна проходить следующим образом: налогоплательщик обращается в налоговый орган за государственной услугой с предоставлением всей информации по планируемой сделке. После проведения ФНС России анализа представленной информации и документов по истечении 60 календарных дней либо, как при проведении камеральной налоговой проверки налоговой декларации, 90 календарных дней получает заключение по результатам проверки предпринимаемой сделки. В случае исполнения налогоплательщиком условий заключения он освобождается от налоговой ответственности. Применительно к секьюритизации активов организаций целесообразно установить ограничение по сумме сделки в размере от 1 млрд руб. В связи с тем что данная процедура является государственной услугой, необходимо установить за нее определенную плату в виде госпошлины.

Автором предлагается по аналогии с делами имущественного характера, рассматриваемыми в суде, при получении заключения по результатам проверки предпринимаемой сделки секьюритизации активов организаций ввести госпошлину при размере сделки свыше 1 млрд руб. - 200 тыс. руб. плюс 0,01 % суммы, которая превышает 1 млрд руб., но не более 1 млн руб.

Действующее законодательство содержит понятие мотивированного мнения налогового органа, направляемого ФНС России в адрес налогоплательщика по результатам налогового мониторинга на основании анализа любых запрашиваемых документов бухгалтерского и налогового учета. Вместе с тем анализ действующего законодательства позволяет выявить следующие недостатки:

- мотивировочное мнение налогового органа может быть получено только по завершении хозяйственной операции, без возможности получения заключения по потенциальным сделкам;

- возможность получения мотивировочного мнения предусмотрена только для узкой категории особо крупных налогоплательщиков и не предусмотрена для получения данного документа вновь созданными спецюрлицами (SPV) с целью проведения конкретной сделки;

- в случае непреднамеренного нарушения законодательства налогоплательщиком мотивировочное мнение не освобождает налогоплательщика от уплаты налогов по данному правонарушению;

- процедура налогового мониторинга не освобождает от проведения проверки, а только подменяет одну формы контроля в виде камеральных и выездных налоговых проверок другой в виде налогового мониторинга.

4. Анализ Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" позволил установить особенности национального рынка секьюритизации РФ, пробелы и противоречия, оказывающие существенное негативное влияние на рынок секьюритизации в целом.

С учетом предметной иерархии федеральных законов автором выявлено, что отдельные положения данного законопроекта в части невозможности приостановки, ареста либо списания денежных средств, находящихся на номинальном счете, вступают в противоречие с Налоговым кодексом Российской Федерации.

В диссертационной работе исследована отрицательная судебная практика в области возможных налоговых последствий сделок секьюритизации на примере дела ОАО «КБ "Траст"», получившего необоснованную налоговую выгоду в виде завышения убытка в сумме 150,2 млн руб. и неуплаченного налога на прибыль в размере 86,4 млн руб.

Автором установлено несоответствие национального и международного законодательства Налоговому кодексу Российской Федерации, а также отсутствие в законодательстве РФ самого понятия "секьюритизация". Также установлено, что Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ, регламентирующий сделки секьюритизации, не затрагивает область государственных финансов.

5. Количество объектов для секьюритизации на рынке секьюритизации активов Российской Федерации ограничено.

Опыт применения секьюритизации поступлений по НДФЛ и секьюритизации страховых взносов в Российской Федерации отсутствует.

Исследован международный опыт секьюритизации данных видов активов на рынках таких стран, как США, Италия, Аргентина.

Впервые применительно к рассматриваемой теме предложены механизмы секьюритизации поступлений по НДФЛ и секьюритизации страховых взносов.

Определены и охарактеризованы конкретные этапы проведения данных процессов секьюритизации. Отдельное место занимает характеристика предложенных признаков группировки для снижения риска непогашения. Налогообложение и платежи по страховым взносам постоянны, в результате инвесторы получают высоконадежный финансовый инструмент для размещения свободных финансовых потоков, обеспеченный законодательно закрепленной ликвидностью поступлений страховых взносов и поступлений по НДФЛ.

Введены понятия секьюритизации страховых взносов и поступлений по налогу на доходы физических лиц.

Конвертируя валюту в рубли, международные инвесторы и монетарные власти должны иметь возможности по приобретению финансовых активов на данные средства. Масштабная реализация механизмов секьюритизации страховых взносов и поступлений по НДФЛ будет способствовать регулированию ликвидности финансового рынка и привлечению на постоянной основе денежных средств, что необходимо в условиях глобализации валютной системы РФ и создания международного финансового центра.

В условиях "турбулентности" мировых финансовых рынков необходимо реализовать ряд предложенных рекомендаций с целью развития данных инструментов на территории РФ.

В настоящее время вопрос о пути развития рынка секьюритизации активов РФ является дискуссионным, поскольку с учетом заимствований тенденций развития рынка секьюритизации активов США национальный рынок секьюритиза-

ции РФ будет воспроизводить те же тенденции с учетом несовершенства законодательной базы в данной области.

Важность участия государства в данном процессе не вызывает сомнений, так как для российской финансовой системы необходима разработка государственной модели развития секьюритизации активов, сконцентрированная на создании правовых основ в данной области.

Представленные в диссертационной работе рекомендации по изменению законодательства в области секьюритизации активов и предложения по расширению объектов секьюритизируемых активов позволят увеличить потенциал российского рынка секьюритизации, направленного на повышение финансовой безопасности государства, а также устойчивости и конкурентоспособности финансовой системы Российской Федерации.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Конституция Российской Федерации от 12 дек. 1993 г. [ред. от 21 июля 2014.г.]*.
2. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 г. № 145-ФЗ : [ред. от 21 июля 2014 г.].
3. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 30 нояб. 1994 г. № 51-ФЗ : [ред. от 5 мая 2014 г.]. Часть вторая от 26 янв. 1996 г. № 14-ФЗ : [ред. от 21 июля 2014 г.].
4. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть первая от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ : [ред. от 28 июня 2014 г.]. Часть вторая от 5 авг. 2000 г. № 117-ФЗ : [ред. от 21 июля 2014 г.].
5. Трудовой кодекс Российской Федерации от 30 дек. 2001 г. № 197-ФЗ [ред. от 31 дек. 2014.г.].
6. О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ.
7. О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций: федер. закон от 25 февр. 1999 г. № 40-ФЗ.
8. О несостоятельности (банкротстве) : федер. закон от 26 окт. 2012 г. № 127-ФЗ.
9. Об ипотечных ценных бумагах : федер. закон от 1 нояб. 2003 г. № № 152-ФЗ.
10. Об акционерных обществах : федер. закон от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ.
11. О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу некоторых законодательных актов Российской Федерации о налогах и сборах : федер. закон от 29 июля 2004 г. № 95-ФЗ.
12. О страховых взносах в Пенсионный фонд Российской Федерации, Фонд социального страхования Российской Федерации, Федеральный фонд обяза-

* Все нормативно-правовые акты в списке являются электронным ресурсом с доступом из справ.-правовой системы "КонсультантПлюс".

- тельного медицинского страхования Российской Федерации : федер. закон от 24 июля 2009 г. № 212-ФЗ.
13. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам установления тарифов страховых взносов в государственные внебюджетные фонды : федер. закон от 3 дек. 2011 г. № 379-ФЗ.
 14. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 21 дек. 2013 г. № 379-ФЗ.
 15. Об организации предоставления государственных и муниципальных услуг : федер. закон от 27 июля 2010 г. № 210-ФЗ.
 16. Об обязательном пенсионном страховании в РФ : федер. закон от 15 дек. 2001 г. № 167-ФЗ.
 17. О генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов : постановление Правительства Рос. Федерации от 15 мая 1995г. № 58.
 18. Концепция развития гражданского законодательства Российской Федерации : распоряжение Правительства Российской Федерации от 29 дек. 2008 г. № 2043-р об утверждении.
 19. Об Агентстве по ипотечному жилищному кредитованию : постановление Правительства РФ от 26 авг. 1996 г. № 1010.
 20. Совершенствование налогового администрирования : распоряжение Правительства РФ от 10 февр. 2014 г. № 162-р.
 21. Общероссийского классификатор видов экономической деятельности : постановление Государственного комитета Российской Федерации по стандартизации и метрологии от 6 нояб. 2001 г. № 454-ст об утверждении.
 22. Об утверждении регламента рабочей группы по исполнению карты проекта "Создание международного финансового центра и превращение рубля в региональную резервную валюту" : приказ Минэкономразвития РФ от 17 февр. 2010 г. № 62.
 23. The Convention on the Law Applicable to Contractual Obligations (or "the Rome Convention") of 19 June 1980.

24. Regulation of the European Parliament and of the Council of 17 June 2008 No 593/2008 on the law applicable to contractual obligations (or "the Rome I Regulation")
25. Decree - Law № 453/99 of 05 November 1999, Portugal.
26. Decree - Law № 219/2001 of 04 August 2001, Portugal.
27. Decree - Law № 303/2003 of 05 December 2003, Portugal.
28. The coparticipation law of 07 January 1988, Argentina.
29. Law 130 or the "Italian. Securitisation Law" of 30 April 1999, Italy.
30. По запросу арбитражного суда г. Москвы о проверке конституционности пунктов 1 и 4 и части 4 статьи 20 Федерального закона "О банках и банковской деятельности" : определение Конституционного Суда Российской Федерации от 5 нояб. 1999 г. № 182-О.
31. Определение об отказе в передаче дела в Президиум Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 24 февр. 2014 г. № ВАС-98/14.
32. Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 4 окт. 2013 г. по делу № А40-11909/2012.
33. Аксенов И. Этапы развития секьюритизации в США: 1930-2008 [Электронный ресурс] / И. Аксенов. URL: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.
34. Александрова Н.В. Риски секьюритизации банковских активов и их снижение с помощью механизмов повышения надежности [Текст] / Н.В. Александрова // Финансы и кредит. - 2007. - № 29 (269).
35. Астраханцева М. Секьюритизация по-американски, или с каким иллюзиями нам придется расстаться? [Текст] / М. Астраханцева, М. Лещинский // Рынок ценных бумаг. - 2008. - № 12 (363).
36. Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008 [Текст] / В. Бакланова // Энциклопедия российской секьюритизации. - Санкт-Петербург : Любавин, 2008.
37. Белоглазова Г.Н. Банковское дело [Текст] / Г.Н. Белоглазова, Л.П. Кроливецкая. - Санкт-Петербург : Питер, 2009.

38. Белозеров С.А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий [Текст] / С.А. Белозеров, А.А. Лупырь // Финансы и кредит. - 2010. - № 29 (412).
39. Белозеров С.А. Исторические формы современного механизма секьюритизации активов [Текст] / С.А. Белозеров, А.А. Лупырь // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. - 2010. - №2.
40. Белозеров С.А. Становление современного механизма секьюритизации активов [Текст] / С.А. Белозеров, А.А. Лупырь // Финансы и кредит. - 2011. - № 7 (439).
41. Белозеров С.А. Ценные бумаги как инструмент секьюритизации ипотечных активов [Текст] / С.А. Белозеров, А.А. Лупырь // Деньги и кредит. - 2011. - № 9.
42. Белозеров С.А. Исторические формы и концепции секьюритизации активов [Текст] / С.А. Белозеров, А.А. Лупырь // Финансы и кредит. - 2013. - № 31 (559).
43. Бердников В.А. Развитие регулирования ликвидности финансового рынка [Текст] / В.А. Бердников [и др.] // Современное общество в условиях глобального вызова: преобразования и перспективы развития: сб. материалов Междунар. науч.-практ. конф. - Тольятти; Москва, 2012.
44. Бердников В.А. Локальность секьюритизации страховых взносов на финансовом рынке [Текст] / В.А. Бердников, Е.В. Можаровский, М.В. Вакер // Современное общество в условиях глобального вызова: преобразования и перспективы развития: сб. материалов Междунар. науч.-практ. конф. - Тольятти; Москва, 2012.
45. Бердников В.А. Секьюритизация активов в условиях глобализации валютной системы Российской Федерации [Текст] / В.А. Бердников, Е.В. Можаровский // Синергетика природных, технических и социально-экономических систем: сб. материалов XII Междунар. науч.-практ. конф. - Тольятти, 2014.
46. Берзон Н.И. Доклад "Фондовый рынок и операции с ценными бумагами". - Москва : Вита-Пресс, 2002. - Гл. 10.

47. Берзон Н.И. Инновации на финансовых рынках [Текст] / Н.И. Берзон, Т.В. Теплова. - Москва : ИД Высшей школы экономики, 2013.
48. Буров В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации в некоторых развитых странах [Текст] / В. Буров // Энциклопедия российской секьюритизации. - Санкт-Петербург : Любавин, 2008.
49. Бэр Х.П. Секьюритизация активов [Текст] / Х.П. Бэр. - Москва : Волтерс Клувер, 2006.
50. Вопросы законодательного регулирования субфедеральных заимствований [Электронный ресурс] : интернет-интервью с председателем Комитета государственных заимствований г. Москвы С.Б. Пахомовым. - Доступ из справ.-правовой системы "Гарант".
51. Глоссарий терминов ипотечного финансирования и секьюритизации [Текст] // The International Finance Corporation, Moody's, 2007.
52. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки. Мировой опыт и структурирование [Текст] / Э. Дэвидсон [и др.]. - Москва : Вершина, 2007. - 596 с.
53. Ерошенков К.М. Первые шаги и актуальные проблемы секьюритизации ипотеки в России [Текст] / К.М. Ерошенков, С.И. Мутовин. - Москва : МАКС Пресс, 2007.
54. Жданова И.Ф. Русско-английский экономический словарь [Текст] // И.Ф. Жданова. - Москва : Медиа, 2007.
55. Зарипов И.А. Российский рынок секьюритизированных активов на современном этапе [Текст] / И.А. Зарипов, А.В. Петров // Международные банковские операции. - 2008. - № 4.
56. Иванов А. Анализ развития рынка секьюритизации автокредитов в России [Текст] / А. Иванов // Энциклопедия российской секьюритизации. - Санкт-Петербург : Любавин, 2008.
57. Иванов О. Секьюритизация в России. Подведение итогов и взгляд в будущее [Текст] / О. Иванов, С. Федотова // Энциклопедия российской секьюритизации. - Санкт-Петербург : Любавин, 2008.

58. Иванова Д.Г. Инвестиционный потенциал ипотечного жилищного кредитования [Текст] / Д.Г. Иванова // Экономические науки. - 2011. - № 5 (78).
59. Казаков А. Американский кризис subprime-кредитов и его влияние на российский рынок [Текст] / А. Казаков // РЦБ. - 2008. - № 3 (354).
60. Казаков А. История секьюритизации [Текст] / А. Казаков // РЦБ. - 2003. - № 19.
61. Казаков А. Развитие правовой базы для секьюритизации активов в России [Текст] / А. Казаков // РЦБ. - 2007. - № 11 (338).
62. Каменщик Д.В. Механизм формирования "пузырей" на мировых финансовых рынках [Текст] / Д.В. Каменщик // Вопросы экономики и права. - 2012. - № 9.
63. Каменщик Д.В. Ценовые "пузыри" на мировых финансовых рынках как форма реализации избыточной ликвидности на национальном уровне [Текст] / Д.В. Каменщик // Экономические науки. - 2012. - № 9 (94).
64. Кандыба М. Вторая жизнь российской секьюритизации. Обзор законодательства [Текст] / М. Кандыба, Е. Первова // PricewaterhouseCoopers International Limited. - 2013. - Декабрь (№ 16 (87)).
65. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] / Дж.М. Кейнс - Москва : Эксмо, 2007.
66. Киевич А.В. Программы Федрезерва США в борьбе с глобальным экономическим кризисом: аргументы за и против [Текст] / А.В. Киевич, М.О. Ширалиев // Экономические науки. - 2012. - № 10 (95).
67. Ключников И.К. Коммерческие банки США в системе государственно-монополистического капитализма [Текст] / И.К. Ключников, В.С. Торкановский. - Ленинград : Изд-во ЛГУ, 1982.
68. Кондрат Е.Н. Секьюритизация активов как способ укрепления ликвидности кредитных организаций и механизм обеспечения финансовой безопасности государства [Текст] / Е.Н. Кондрат // Законодательство. - 2011. - Август (№ 8).

69. Копейкин А.Б. Ипотечные ценные бумаги [Текст] / А.Б. Копейкин, Н.Н. Рогожина, Ю.Е. Туктаров. - Москва : Фонд "Институт экономики города, 2008.
70. Костюченко Н. Анализ кредитных рисков [Текст] / Н. Костюченко. - Санкт-Петербург : Скифия, 2010.
71. Крупышев Д. Обзор законодательства [Текст] / Д. Крупышев // Legal Capital Partners. - 2014. - 14 янв.
72. Кузнецов А. Информационный бюллетень [Текст] / А. Кузнецов [и др.] // Ernst & Young Global Limited. - 2013. - 20 дек.
73. Лаврушин О.И. Банковское дело [Текст] / О.И. Лаврушин, Н.И. Валенцева. - Москва : Финансы и статистика, 2000.
74. Лаврушина О.И. Деньги, кредит, банки [Текст] / О.И. Лаврушина. - Москва : Кнорус, 2007.
75. Ларионова И.В. Управление активами и пассивами в коммерческом банке [Текст] / И.В. Ларионова. - Москва : Консалтбанкир, 2003.
76. Максютлов А.А. Основы банковского дела [Текст] / А.А. Максютлов. - Москва : Бератор, 2003.
77. Можаровский Е.В. Международный опыт использования секьюритизации активов на примере США [Текст] / Е.В. Можаровский // Вопросы экономики и права. - 2013. - № 2 (56).
78. Можаровский Е.В. Практические аспекты и концептуальная модель развития секьюритизации поступлений по НДСЛ [Текст] / Е.В. Можаровский // Вестник Самарского государственного экономического университета. - 2012. - № 4 (90).
79. Можаровский Е.В. Секьюритизация страховых взносов [Текст] / Е.В. Можаровский // Вестник Самарского государственного экономического университета. - 2012. - № 6 (92).
80. Можаровский Е.В. Формирование и развитие рынка секьюритизации ипотечных активов в России [Текст] / Е.В. Можаровский // Экономические науки. - 2013. - № 1 (98).

81. Можаровский Е.В. Правовые риски в области секьюритизация активов [Текст] / Е.В. Можаровский // Проблемы развития предприятий: теория и практика: сб. материалов XIII Междунар. науч.-практ. конф. - Самара, 2014.
82. Морковкин А.Л. Совершенствование банковского надзора в области секьюритизации активов кредитных организаций [Текст] / А.Л. Морковкин // Финансы и кредит. - 2008. - № 9.
83. Некоторые практические аспекты документации секьюритизируемых активов [Электронный ресурс] / Драгунов В., Селивановский А. // Baker & McKenzie. - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.
84. Некторов А. Философия секьюритизации активов [Текст] / А. Некторов // РЦБ. - 2007. - № 9.
85. Николова Л.В. Секьюритизация банковских активов как инновация многопланового характера [Текст] / Л.В. Николова, А.Р. Омельяненко // Фундаментальные исследования. - 2013. - № 11-8.
86. Николова Л.В. Секьюритизация банковских активов в современных реалиях национальной кредитной системы России [Текст] / Л.В. Николова, А.Р. Омельяненко // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. - 2014. - № 42014.
87. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора за 2008 год [Электронный ресурс] / Центральный банк Российской Федерации. - Режим доступа: www.cbr.ru.
88. Пахомов С.Б. Агентство управления долгами российских городов и муниципалитетов [Текст] / С.Б. Пахомов // Банковское дело. - 2006. - № 5.
89. Пахомов С.Б. Долговое агентство для развития муниципалитетов [Текст] / С.Б. Пахомов // Финансы. - 2006. - № 8.
90. Пахомов С.Б. Долговые инструменты бюджетной и инвестиционной политики субъектов Федерации [Текст] / С.Б. Пахомов // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 13.

91. Пахомов С.Б. Москва как мировой финансовый центр: реальность и целевые перспективы [Текст] / С.Б. Пахомов // Финансы. - 2008. - Ноябрь.
92. Пахомов С.Б. Секьюритизация доходов бюджета территориального образования и облигационные займы: опыт Нью-Йорка [Текст] / С.Б. Пахомов // Финансы. - 2006. - № 12.
93. Пенкина И. Оценка перспектив развития рынка секьюритизации в России в 2008 году и анализ исполнения существующих сделок [Текст] / И. Пенкина // Standard & Poor's. - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.
94. Пенкина И. Рынок секьюритизации в России [Текст] / И. Пенкина // Биржевое обозрение. - 2007. - № 5.
95. Пилипченко А.И. Поведение АИЖК в условиях повышения уровня принимаемых рисков по ипотечным кредитам в России [Текст] / А.И. Пилипченко // Экономические науки. - 2012. - № 9 (94).
96. Протас В.Ф. Макроэкономика: структурно-логические схемы [Текст] / В.Ф. Протас. - Москва : ЮНИТИ, 1997.
97. Райнер Г. Деривативы и право [Текст] / Г. Райнер. - Москва : Волтерс Клувер, 2005.
98. Резванова Л.М. Механизм секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования [Текст] / Л.М. Резванова // Банковское кредитование. - 2008. - № 1.
99. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки [Текст] / Б.Б. Рубцов. - Москва : Альпина Бизнес Букс. - 2007. - 926 с.
100. Сеницын А.В. Налоговые аспекты секьюритизации активов [Текст] / А.В. Сеницын // Налоговая политика и практика. - 2009. - № 2.
101. Смирнов А.Л. Секьюритизация активов: вопросы развития и правоприменения [Текст] / А.Л. Смирнов // Юридическая работа в кредитной организации. - 2011. - № 4.

102. Смирнов И.Е. Перспективы международного финансового центра: правовая база [Текст] / И.Е. Смирнов // Управление в кредитной организации. - 2011. - № 5.
103. Соболев Д. Новый проект российского закона о секьюритизации [Текст] / Д. Соболев // Закон. - 2008. - № 12.
104. Соболев Д. Секьюритизация доходов от коммерческой недвижимости [Текст] // РЦБ. - 2007. - № 15 (342).
105. Стратегия развития банковского сектора до 2020 года [Электронный ресурс] : выступление на Международном банковском форуме, г. Сочи, 5 сент. 2008 г. / Аксаков Анатолий, президент Ассоциации региональных банков России. - Режим доступа: www.myshared.ru/slide/115138.
106. Суворов Г. Первый ипотечный агент АИЖК: аналитика сделки [Текст] / Г. Суворов, А. Гурина // РЦБ. - 2008. - № 12 (363).
107. Туктаров Ю. Общие вопросы синтетической секьюритизации [Текст] / Ю. Туктаров [Текст] // Энциклопедия российской секьюритизации. - Санкт-Петербург : Любавин, 2008.
108. Туктаров Ю. Секьюритизация и уступка будущих требований [Текст] // Энциклопедия российской секьюритизации. - Санкт-Петербург : Любавин, 2008.
109. Туктаров Ю. Секьюритизация прав требования в инфраструктурных проектах [Текст] / Ю. Туктаров // CBONDS REVIEW. - 2009. - № 1.
110. Улюкаев С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать [Текст] / С. Улюкаев // Экономическая политика. - 2010. - № 1.
111. Улюкаев С.С. Секьюритизация активов: глобальный макроэкономический феномен [Текст] / С.С. Улюкаев // Международные банковские операции. - 2010. - № 3.

112. Уолтерс Дж. Секьюритизация диверсифицированных платежных прав в России [Электронный ресурс] / Дж. Уолтерс, С. Редди, К. Dresdner. - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.
113. Фабоцци Ф.Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегия [Текст] / Ф.Дж. Фабоцци. - Москва : Альпина Бизнес Бук, 2005.
114. Шамраев А. Правовое регулирование международных банковских сделок и сделок на международных финансовых рынках [Текст] / А. Шамраев. - Москва : КноРус, 2009.
115. Шаповалов А. Fitch диагностировало проблемы развития [Электронный ресурс] / А. Шаповалов // Коммерсантъ. - 2008 - 11 нояб. (№ 204 (4021)). - Режим доступа: www.kommersant.ru.
116. Ширалиев М.О. Эволюция мирового финансового кризиса: от ипотечного кризиса в США к долговому кризису в Европе [Текст] / М.О. Ширалиев // Вопросы экономики и права. - 2012. - № 12.
117. Шмидт А. Секьюритизация в Центральной и Восточной Европе и СНГ [Текст] / А. Шмидт, Raiffeisen Zentralbank Osterreich. - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.
118. Штуппниг А. Развитие и перспективы секьюритизации в странах СНГ [Текст] / А. Штуппниг [и др.] // Энциклопедия российской секьюритизации. - Санкт-Петербург : Любавин, 2008.
119. Официальный сайт Association for Financial Markets in Europe [Электронный ресурс] . - Режим доступа: <http://www.afme.ru>.
120. Официальный сайт Securities Industry and Financial Markets Association (Ассоциации участников фондового и финансового рынка Соединенных штатов Америки) [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.sifma.org>.
121. Официальный сайт Агентства по ипотечному жилищному кредитованию [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.ahml.ru>.
122. Официальный сайт Базельского комитета по надзору при Банке международных расчетов [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.bis.org/bcbs/index.htm>.

123. Официальный сайт информационного агентства посвященный долговому рынку [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.rusbonds.ru>.
124. Официальный сайт информационного агентства посвященный долговому рынку [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.investfunds.ru>.
125. Официальный сайт информационного агентства посвященный ипотечному кредитованию и секьюритизации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.ludiipoteki.ru>.
126. Официальный сайт информационного агентства посвященный ипотечному кредитованию и секьюритизации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru>.
127. Официальный сайт информационного агентства [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.cbonds.info>.
128. Официальный сайт информационного агентства [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.finmarket.ru>.
129. Официальный сайт Международной Московской валютной биржи [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.moex.com>.
130. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.minfin.ru>.
131. Официальный сайт Пенсионного фонда Российской Федерации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.pfrf.ru>.
132. Официальный сайт рейтингового агентства Fitch [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.fitchratings.com>.
133. Официальный сайт рейтингового агентства Moody's [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.moody.com>.
134. Официальный сайт рейтингового агентства Standard&Poor's [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.standardpoors.com>.
135. Официальный сайт рейтингового агентства Эксперт РА [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.raexpert.ru>.

136. Официальный сайт Федеральной налоговой службы [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.nalog.ru>.
137. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.gks.ru>.
138. Официальный сайт Федеральной службы по финансовым рынкам [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.fcsm.ru>.
139. Официальный сайт Форума Европейской секьюритизации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.europeansecuritization.ru>.
140. Официальный сайт Центрального Банка Российской Федерации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.
141. Официальный сайт экономического журнала "Эксперт" [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.expert.ru>.
142. Официальный сайт экономической газеты "Ведомости" [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru>.
143. Ago Fr. Italy [Text] / Francesco Ago, Gregorio Consoli // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. - 2013.
144. Estudio Beccar Varela. Argentina [Text] / Damian F. Beccar Varela, Roberto A. Fortunati // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. - 2013.
145. Freire P.G. Portugal [Text] / Paula Gomes Freire, Benedita Aires // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. - 2013.
146. Gosselin P.G. U.S. seizes mortgage titans in multibillion-dollar rescue [Text] / G. Peter Gosselin // Los Angeles Times. - 2008. - 8 Sept.
147. Jobst A.A. Sovereign Securitization in Emerging Markets [Text] / A.A. Jobst // Journal of Structured Finance. - 2006. - № 3, vol. 12.
148. Keys B.J. Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans [Text] / B.J. Keys [et al.] // Quarterly Journal of Economics. - 2010. - № 125.
149. Romero R.R. Spain [Text] / Ramiro Rivera Romero, Jorge Martin Sainz // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. - 2013.

150. Schmitt A. Luxembourg [Text] / Alex Schmitt, Andreas Heinzmann // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. - 2013.
151. The Financial Services Fact Book 2013 /Insurance Information Institute and FS Roundtable [Electronic resource]. - Mode access: www.financialservicesfacts.org.
152. Touraine H. France [Text] / Herve Touraine, Laureen Gauriot // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. - 2013.
153. Walker P. Ireland [Text] / Peter Walker, Jack Sheehy // The International Comparative Legal Guide to: Securitisation. - 2013.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А

	BANQUE FONCIÈRE DE POLTAVA.		
PFANDBRIEF VON EIN HUNDERT RUBEL ZU 4 1/2 PROCENT.			LETTRE DE GAGE DE CENT ROUBLES A 4 1/2 POUR CENT.
	Серія 16. №00000	Серія 16. №00000	
ПОЛТАВСКОГО ЗЕМЕЛЬНОГО БАНКА ЗАКЛАДНОЙ ЛИСТЪ			
ВЪ СТО РУБЛЕЙ,			
<p>по выдачѣ суммъ подъ залогъ недвижимыхъ имуществъ въ рублоніяхъ: Полтавской, Черниговской, Харьковской, Киевской, Волынской, Елизаветпольской и Эриванской; въ областяхъ: Самарандской, Сыр-Дарьинской, Ферганской и Семипалатинской и въ городахъ губерній: Бессарабской и Херсонской, за исключеніемъ Одесскаго градоначальства, а также въ городахъ Турнестанскаго края.</p>			
<p>Листъ сей приноситъ доходъ по 4 1/2 процента въ годъ, уплачиваемыхъ пополугодно, 2 Января и 1 Июля, съ удержаніемъ сбора съ доходовъ отъ денежныхъ капиталовъ.</p>			
<p>Предсѣдатель Правленія </p>			
<p>Члены Правленія:  РУБЛЕЙ Полтава, 1914 г. </p>			
<p>Уполномоченный отъ Министерства Финансовъ</p>			
	POLTAVA AGRAR-BANK.		

Выпуски ипотечных ценных бумаг ("внутренняя" секьюритизация)

№ п/п	Компания	SPV	Организаторы выпуска	Дата размещения	Срок обращения, год погашения	Объем, руб./млн	Ставка старшего транша, %
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Совфин-трейд	ОАО "Ипотечная специализированная организация ГПБ-Ипотека"	Газпром-банк, Сити-банк, HSBC Bank PLC	Ноябрь 2006	30 лет, 2036	3000	7,27
2	АИЖК	ЗАО "Первый ипотечный агент АИЖК"	Ситибанк	Май 2007	32 года, 2039	3294,8: А: 2900, Б: 264, В: 130,8	6,94
3	КБ МИА	С баланса банка	Банк Москвы	Октябрь 2007	8 лет, 2015	2000	9
4	АИЖК	ЗАО "Второй ипотечный агент АИЖК"	Ситибанк	Февраль 2008	32 года, 2040	10727,6: А: 9440, Б: 590,3, В: 697,3	А:8,5, Б:9,5
5	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2008-1"	Райффайзенбанк	Декабрь 2008	33 года, 2041	11331,8: А: 7930, Б: 3401,8	10,50
6	ВТБ 24	ЗАО "Ипотечный агент ВТБ 001"	Банк ВТБ	Июнь 2009	30 лет, 2039	14479,3: А: 9990,7, Б: 2027,1, В: 2461,5	10,50
7	Московский Банк реконструкции и развития	ЗАО "Ипотечный агент МБРР"	Московский Банк реконструкции и развития	Сентябрь 2009	29 лет, 2038	2217,3: А: 1906,9, Б: 310,4	8
8	ВТБ 24	С баланса банка	ВТБ-Капитал	Декабрь 2009	5 лет, 2014	15000	9,70
9	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2010-1"	Ситибанк	Июль 2010	32 года, 2042	13546,7: А1: 6096, А2: 6096, Б: 1354,7	А1:9, А2:6,5
10	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2008-1"	Райффайзенбанк	Ноябрь 2010	31 год, 2041	4930	10,50
11	Газпром-банк	ЗАО "ИСО ГПБ-Ипотека"	Газпром-банк	Апрель 2011	31 год, 2042	7060: А: 5507, Б: 1553	А:7,5
12	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2011-2"	ВТБ-Капитал, Ситибанк	Июль 2011	32 года, 2043	16571,2: А1: 7457, А2: 7457, Б: 1657,2	А1:8,25, А2:6

1	2	3	4	5	6	7	8
13	Юни-Кредит Банк	С баланса банка	ЮниКредит Банк	Сентябрь 2011	5 лет, 2016	5000	8,20
14	ВТБ 24	С баланса банка	ВТБ 24, ВТБ-Капитал, Внешэкономбанк	Сентябрь 2011	32 года, 2043	5000: А 3333,3, Б 1666,7	9
15	Дельта Кредит	С баланса банка	Дельта Кредит, АКБ Росбанк, ВТБ-Капитал	Ноябрь 2011	5 лет, 2016	5000	8,33
16	Банк Возрождение	ЗАО "Ипотечный агент Возрождение 1"	ВТБ-Капитал	Декабрь 2011	33 года, 2044	4071,7: А: 2931,6 В: 1140,1	8,95
17	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2011-1"	Внешэкономбанк	Декабрь 2011	33 года, 2044	3724,6: А1: 2258, А2: 1129, Б: 337,6	А1:9, А2:3
18	Банк Уралсиб	ЗАО "Ипотечный агент Уралсиб 01"	Банк Уралсиб	Июнь 2012	33 года, 2045	5375: А: 4300, В: 1075	8,75
19	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2012-1"	ВТБ 24	Июль 2012	30 лет, 2044	13182,8: А1: 5932, А2: 5932, Б: 1318,8	А1:9, А2:5,5
20	ВТБ 24	С баланса банка	ВТБ-Капитал	Сентябрь 2012	32 года, 2044	6000: А: 4000, Б: 2000	А:9, Б:3
21	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2012-1"	Райффайзенбанк	Сентябрь 2012	32 года, 2044	А1: 1779 (Довыпуск)	9
22	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2011-1"	Внешэкономбанк	Ноябрь 2012	33 года, 2045	5292,2: А1: 3175, А2: 1587, Б: 530,2	А1:9, А2:3
23	Инвестторгбанк	ЗАО "Ипотечный агент ИТБ 1"	ВТБ-Капитал	Ноябрь 2012	33 года, 2045	3333,3: А1: 2400, А2: 933,3	8,75
24	Банк Жилфинанс	ЗАО "Ипотечный агент БЖФ-1"	ВТБ-Капитал	Ноябрь 2012	30 лет, 2042	1429,7: А: 1101, Б: 328,7	8,75
25	ВТБ 24	ЗАО "Ипотечный агент ВТБ24-1"	Банк ВТБ, Внешэкономбанк	Декабрь 2012	30 лет, 2042	18600: А: 15800, Б: 2800	8,70

1	2	3	4	5	6	7	8
26	Номос-банк	ЗАО "Ипотечный агент Номос"	ВТБ-Капитал	Декабрь 2012	33 года, 2045	5004,3: А: 3753,2, Б: 1251,1	8,75
27	Дельта Кредит	С баланса банка	Росбанк, Внешэкономбанк	Декабрь 2012	5 лет, 2017	5000	9,15
28	Кредит Европа банк	ЗАО "Ипотечный агент Европа 2012-1"	ВТБ-Капитал	Декабрь 2012	31 год, 2043	3058,3: А: 2354,9, Б: 703,4	8,00
29	Азиатско-Тихоокеанский банк	ЗАО "Ипотечный агент АТБ"	Ренессанс Брокер	Декабрь 2012	33 года, 2045	2042,6: А: 1532, Б: 510,6	8,75
30	Фора-Банк	ЗАО "Ипотечный агент Фора"	ВТБ-Капитал	Март 2013	32 года, 2045	1128,15: А: 868,68, Б: 259,47	8,75
31	Абсолют банк	ЗАО "Ипотечный агент Абсолют 1"	ВТБ-Капитал, Абсолют Банк	Март 2013	27 лет, 2040	12287: А: 9583,86, Б: 2703,14	9,20
32	Банк Возрождение	ЗАО "Ипотечный агент Возрождение 2"	ВТБ-Капитал	Апрель 2013	32 года, 2045	4000: А: 2960, Б: 1040	8,50
33	Дельта-Кредит	С баланса банка	Дельта-Кредит	Апрель 2013	3 года, 2016	5000	8,50
34	ВТБ24	С баланса банка	ВТБ-Капитал	Май 2013	31 год, 2044	6000: А: 4000, Б: 2000	9,00
35	Райффайзенбанк	ЗАО "Ипотечный агент Райффайзен 1"	Райффайзенбанк	Июнь 2013	27 лет, 2040	5000: А: 4070, Б: 930	7,85
36	Промсвязьбанк	ЗАО "Ипотечный агент ПСБ 2013"	ВТБ-Капитал	Июнь 2013	27 лет, 2040	3091,4: А: 2504, Б: 587,4	8,50
37	Дельта-Кредит	С баланса банка	Дельта-Кредит	Июль 2013	5 лет, 2018	5000	8,65
38	Ханты-Мансийский банк	ЗАО "Ипотечный агент ХМБ-1"	ВЭБ Капитал	Июль 2013	32 года, 2045	6512,75: А: 4949,69, Б: 1563,06	9,20
39	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2013-1"	Sberbank CIB	Август 2013	32 года, 2045	14861,03: А1: 8916, А2: 4978, Б: 967,03	9,10
40	Банк "Открытие"	ЗАО "Ипотечный агент Открытие 1"	ВЭБ Капитал, НОМОС-Банк, Банк "Открытие"	Сентябрь 2013	32 года, 2045	4364,6: А:3448, Б:916,6	9,10

1	2	3	4	5	6	7	8
41	Дельта-Кредит	с баланса банка	Дельта-Кредит	Ноябрь 2013	5 лет, 2018	5000	8,33
42	Инвест-торгбанк	ЗАО "Ипотечный агент ИТБ 2013"	ВТБ-Капитал	Ноябрь 2013	33 года, 2046	3530: А:3000,5, Б:529,5	9
43	ХКФ банк	ООО "ХК Финанс"	АЛОР-ИНВЕСТ, ХКФ Банк	Ноябрь 2013	8 лет, 2021	5000	8,25
44	ВТБ24	ЗАО "Ипотечный агент ВТБ24-2"	ВТБ-Капитал	Декабрь 2013	47 лет, 2060	29225: А:26300, Б:2925	7,90
45	АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2011-1"	ВЭБ Капитал	Декабрь 2013	33 года, 2046	5440: А1:3263, А2:1631, В:546	9
46	Абсолют банк	ЗАО "Ипотечный агент Абсолют 2"	ВТБ Капитал, Абсолют Банк	Декабрь 2013	28 лет, 2041	8224,68: А:6908,73, Б:1315,95	8,90
47	АИЖК	ЗАО "Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012"	Райффайзенбанк	Декабрь 2013	33 года, 2046	2997,37: А: 2 614,71, Б:82,92, В1:68,09, В2:97,76, В3:133,89	8,75
48	Санкт - Петербургский центр доступного жилья	ЗАО "Первый Санкт-Петербургский ипотечный агент"	ВТБ-Капитал	Декабрь 2013	28 лет, 2041	2087,72: А:1878,95, Б:208,77	8,50
49	Транскапиталбанк	ЗАО "Ипотечный агент ТКБ-1"	ВТБ-Капитал	Декабрь 2013	32 года, 2045	4575,55: А:4117,99, Б:457,56	8,00

**Выпуски ипотечных ценных бумаг
("внешняя" (трансграничная) секьюритизация)**

№ п/п	Компания	SPV	Организаторы выпуска	Дата размещения	Срок обращения, год погашения	Объем, долл./евро/руб.,млн	Ставка старшего транша, %
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Внешне-торгбанк	Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (Люксембург)	Barclays, HSBC Bank PLC	Июль 2006	28 лет, 2034	\$88,3	Libor +1
2	Городской ипотечный банк	CityMortgage MBS Finance B.V. (Нидерланды)	Московский Народный Банк, Greenwich Financial Services	Июль 2006	27 лет, 2033	\$72,6	Libor +1,6
3	Совфинтрейд	Dali Capital PLC (Люксембург)	Газпромбанк, Barclays, HSBC Bank PLC	Декабрь 2006	40 лет, 2046	€165,2, A: €140,9, B: 518 руб., C: 346 руб.	euribor+1,3
4	ДельтаКредит	Red & Black Prime Russia MBS No.1 Limited (Ирландия)	Societe Generale	Апрель 2007	28 лет, 2035	\$206,3	libor+1,05
5	Совфинтрейд	Gazprombank Mortgage Funding 2 S.A. (Люксембург)	Газпромбанк, Barclays, Lehman Brothers International	Июнь 2007	20 лет, 2047	€198,3, A1: €147,15, A2: 850 руб., B: 313,8 руб., C: 329 руб., Da: 329 руб.	A1: euribor+1,1, A2: 7,5, B: 7,75, C: 10,5,
6	Москоммерцбанк	Moscow Stars B.V. (Нидерланды)	HSBC Bank PLC, Raiffeisen Zentralbank Österreich AG	Июль 2007	27 лет, 2034	\$179,7, A: 159, B: 16,2, C: 4,5	A: libor+1,75, B: libor+5,25
7	Европейский Трастовый банк	ETB Mortgage Finance 1 S.A. (Люксембург)	Barclays	Сентябрь 2007	1 год, 2008	90 руб.	1m Euribor

1	2	3	4	5	6	7	8
8	УРСА Банк	URSA Mortgage Finance S.A. (Люксембург)	UBS, UniCredit Group	Декабрь 2007	45 лет, 2052	9071,7 руб.: A:6522, B:1544, Z:1005,7	A:10 , B:11 , Z:11
9	КИТ Финанс	RUMBA S.A. (Люксембург)	Morgan Stanley, КИТ Финанс	Апрель 2008	32 года, 2040	6050 руб., A: 5445, B: 605	A: 8.75 , B: 9
10	Русский ипотечный банк	С баланса банка	Credit Suisse	Май 2008	1 год, 2009	\$140	-
11	КИТ Финанс	КИТ Ipoteka Ltd. (Ирландия)	Goldman Sachs	Июнь 2008	40 лет, 2048	4880 руб.: A:4750, B:130	13,15
12	Европейский Трастовый банк	ЕТВ Mortgage Finance 1 S.A. (Люксембург)	Банк ВТБ, Банк ВТБ Европа	Июль 2008	1 год, 2009	2 735 руб.	1m Euribor
13	ВТБ 24	Finis Mortgages 2008 Limited (Ирландия)	Банк ВТБ, Банк ВТБ Европа	Декабрь 2008	33 года, 2041	\$150,14	7,50
14	ВТБ 24	Fundus Mortgages 2008 Limited (Ирландия)	Банк ВТБ, Банк ВТБ Европа	Декабрь 2008	33 года, 2041	\$150,14	7,50

Чистый ввоз (вывоз) капитала частным сектором
(по данным платежного баланса, млрд долл.)

Год	Чистый ввоз (вывоз) капитала частным сектором, всего	Чистый ввоз (вывоз) капитала банками	В том числе:		Чистый ввоз (вывоз) капитала прочими секторами	В том числе:		
			ино- стран- ные активы	ино- стран- ные пас- сивы		ино- стран- ные ак- тивы	ино- стран- ные пас- сивы	"Чистые ошибки и пропуски" платежного баланса
2001	-15,0	1,3	-1,4	2,7	-16,2	-10,4	3,7	-9,5
2002	-8,1	2,5	-1,1	3,6	-10,6	-18,9	14,3	-6,1
2003	-1,9	10,3	-1,0	11,3	-12,2	-25,1	22,1	-9,2
2004	-8,9	3,5	-3,6	7,1	-12,4	-38,3	31,8	-5,9
2005	-0,1	5,9	-13,4	19,2	-6,0	-50,6	52,5	-7,9
2006	41,4	27,5	-23,6	51,2	13,9	-47,8	52,2	9,5
2007	82,4	45,8	-25,1	70,9	36,6	-94,3	144,7	-13,8
2008	-132,7	-57,6	-65,8	8,2	-75,1	-166,1	100,0	-8,9
I квартал 2008	-23,6	-9,9	-14,3	4,4	-13,7	-32,2	24,3	-5,8
II квартал 2008	40,7	22,1	-0,2	22,2	18,6	-34,6	49,3	4,0
III квар- тал 2008	-19,2	-13,5	-23,6	10,1	-5,7	-28,1	26,7	-4,3
IV квар- тал 2008	-130,6	-56,3	-27,7	-28,6	-74,3	-71,2	-0,3	-2,8

Приложение Д
Результаты произведенных аукционов по размещению ОФЗ в 2012 г.

Дата аукциона	Код выпуска	Тип бумаги	Дата погашения	Дней до погашения	Объем эмиссии	Цена отсечения	Цена средневзвешенная	Доходность по цене отсечения	Доходность по средневзвешенной цене	Объем спроса по номиналу			Объем размещения по номиналу
										млн. рублей	% от номинала	% от номинала	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
18.01.2012	25079RMFS	ОФЗ-ПД	03.06.2015	1 232	20 000,0	98,3700	98,4451	7,69	7,67	44 767,0	22 817,5	18 565,7	
25.01.2012	26206RMFS	ОФЗ-ПД	14.06.2017	1 967	20 000,0	97,8605	97,9047	8,05	8,04	41 269,2	28 960,0	19 838,4	
01.02.2012	26203RMFS	ОФЗ-ПД	14.04.2021	3 360	35 000,0	96,8500	96,8742	8,25	8,25	192 218,7	39 035,7	34 942,1	
08.02.2012	26203RMFS	ОФЗ-ПД	14.04.2021	3 353	35 000,0	99,7040	99,9047	7,79	7,76	92 098,8	84 428,0	34 469,1	
15.02.2012	26206RMFS	ОФЗ-ПД	14.06.2017	1 946	20 000,0	100,1227	100,2045	7,50	7,49	27 252,7	18 823,7	18 823,7	
22.02.2012	26207RMFS	ОФЗ-ПД	03.02.2027	5 460	10 000,0	99,9001	99,9892	8,33	8,32	50 490,1	25 200,5	9 801,7	
07.03.2012	26208RMFS	ОФЗ-ПД	27.02.2019	2 548	45 000,0	99,4166	99,4640	7,75	7,75	9 126,2	8 008,8	8 008,8	
14.03.2012	26206RMFS	ОФЗ-ПД	14.06.2017	1 918	19 303,8	100,2712	100,3236	7,47	7,46	71 364,1	19 193,3	19 193,3	
21.03.2012	26208RMFS	ОФЗ-ПД	27.02.2019	2 534	35 000,0	99,9280	99,9560	7,65	7,65	7 208,7	2 967,5	2 967,5	
28.03.2012	25079RMFS	ОФЗ-ПД	03.06.2015	1 162	10 000,0	100,1037	100,1054	7,08	7,08	61 115,5	9 278,4	9 278,4	
04.04.2012	26207RMFS	ОФЗ-ПД	03.02.2027	5 418	20 000,0	100,9078	101,0555	8,20	8,19	39 546,3	17 926,2	17 926,2	
11.04.2012	26203RMFS	ОФЗ-ПД	14.04.2021	3 290	35 788,0	98,4055	98,4306	8,00	8,00	4 825,0	4 575,0	4 575,0	
18.04.2012	26208RMFS	ОФЗ-ПД	27.02.2019	2 506	10 000,0	99,2600	99,3090	7,78	7,78	13 572,8	6 819,0	6 819,0	
25.04.2012	25080RMFS	ОФЗ-ПД	19.04.2017	1 820	35 000,0	99,7335	99,7985	7,60	7,59	9 705,3	6 451,9	6 451,9	
16.05.2012	25079RMFS	ОФЗ-ПД	03.06.2015	1 113	10 000,0	-	-	-	-	-	-	-	
06.06.2012	25079RMFS	ОФЗ-ПД	03.06.2015	1 092	10 000,0	98,6700	98,7203	7,64	7,62	18 831,4	8 711,5	8 711,5	
14.06.2012	26203RMFS	ОФЗ-ПД	14.04.2021	3 226	20 000,0	94,6230	94,6858	8,65	8,64	20 835,9	13 646,7	13 646,7	
20.06.2012	26208RMFS	ОФЗ-ПД	27.02.2019	2 443	39 000,0	96,0218	96,0499	8,45	8,45	28 731,9	21 692,0	21 692,0	
27.06.2012	25080RMFS	ОФЗ-ПД	19.04.2017	1 757	35 000,0	97,1636	97,1784	8,28	8,28	23 095,6	13 852,6	13 852,6	
04.07.2012	26203RMFS	ОФЗ-ПД	14.04.2021	3 206	17 000,0	96,9600	97,0039	8,25	8,24	81 460,6	35 882,7	16 749,0	
04.07.2012	25080RMFS	ОФЗ-ПД	19.04.2017	1 750	15 000,0	98,8450	98,8964	7,84	7,82	42 923,9	26 253,0	14 984,8	
11.07.2012	26207RMFS	ОФЗ-ПД	03.02.2027	5 320	15 000,0	97,3005	97,3567	8,65	8,65	34 050,5	16 888,8	11 437,5	
11.07.2012	25080RMFS	ОФЗ-ПД	19.04.2017	1 743	20 000,0	98,6676	98,8017	7,88	7,85	26 002,0	18 120,3	18 120,3	
18.07.2012	26207RMFS	ОФЗ-ПД	03.02.2027	5 313	15 000,0	100,0501	100,1307	8,31	8,30	39 571,5	29 927,1	14 539,6	
18.07.2012	26208RMFS	ОФЗ-ПД	27.02.2019	2 415	15 000,0	99,4080	99,4480	7,76	7,75	59 184,8	21 476,6	14 614,7	
25.07.2012	25080RMFS	ОФЗ-ПД	19.04.2017	1 729	15 000,0	98,5500	98,5667	7,92	7,91	13 081,0	2 723,8	2 723,8	
01.08.2012	26209RMFS	ОФЗ-ПД	20.07.2022	3 640	15 000,0	98,8169	98,8281	7,92	7,92	14 428,6	9 322,9	9 322,9	
01.08.2012	25080RMFS	ОФЗ-ПД	19.04.2017	1 722	35 000,0	99,4276	99,4306	7,68	7,68	19 108,9	13 009,5	13 009,5	

Окончание приложения Д

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
08.08.2012	2620TRMFS	ОФ3-III	03.02.2027	5 292	15 000,0	100,5001	100,5410	8,25	8,25	20 915,2	16 595,1	13 595,0
08.08.2012	26208RMFS	ОФ3-III	27.02.2019	2 394	15 000,0	99,7002	99,7405	7,70	7,69	35 123,5	26 164,0	14 763,4
15.08.2012	25080RMFS	ОФ3-III	19.04.2017	1 708	15 000,0	99,6561	99,6645	7,62	7,62	6 502,4	6 502,4	6 502,4
22.08.2012	26208RMFS	ОФ3-III	27.02.2019	2 380	15 000,0	99,1990	99,2200	7,80	7,80	18 065,2	8 464,4	8 464,4
29.08.2012	25080RMFS	ОФ3-III	19.04.2017	1 694	10 000,0	99,8459	99,8599	7,57	7,57	3 313,1	2 607,6	2 607,6
05.09.2012	26209RMFS	ОФ3-III	20.07.2022	3 605	25 000,0	98,2250	98,2869	8,02	8,01	91 888,7	36 738,1	23 970,6
12.09.2012	26207RMFS	ОФ3-III	03.02.2027	5 257	10 000,0	101,3000	101,4018	8,16	8,14	45 883,1	18 464,8	9 903,2
12.09.2012	26208RMFS	ОФ3-III	27.02.2019	2 359	20 000,0	99,7865	99,8110	7,68	7,68	13 177,2	3 064,1	3 064,1
19.09.2012	26209RMFS	ОФ3-III	20.07.2022	3 591	25 000,0	99,0738	99,0987	7,88	7,88	19 579,0	10 649,3	10 649,3
26.09.2012	25080RMFS	ОФ3-III	19.04.2017	1 666	20 000,0	99,9587	100,0066	7,55	7,53	30 517,5	27 011,0	19 160,1
03.10.2012	26207RMFS	ОФ3-III	03.02.2027	5 236	25 000,0	100,6471	100,7513	8,23	8,22	41 509,4	18 563,8	18 563,8
10.10.2012	26209RMFS	ОФ3-III	20.07.2022	3 570	35 000,0	99,4500	99,6940	7,83	7,79	63 154,2	47 611,6	34 229,6
17.10.2012	26207RMFS	ОФ3-III	03.02.2027	5 222	20 000,0	103,3400	103,4100	7,91	7,90	118 842,1	74 852,3	19 635,2
17.10.2012	25080RMFS	ОФ3-III	19.04.2017	1 645	20 000,0	102,0195	102,0403	6,99	6,98	38 444,5	31 591,3	19 099,5
24.10.2012	26208RMFS	ОФ3-III	27.02.2019	2 317	30 000,0	-	-	-	-	4 015,9	-	-
31.10.2012	26208RMFS	ОФ3-III	27.02.2019	2 310	30 000,0	101,9917	102,0264	7,23	7,22	52 221,0	45 883,0	29 797,6
07.11.2012	26209RMFS	ОФ3-III	20.07.2022	3 542	35 000,0	102,0101	102,1428	7,44	7,42	94 818,3	45 027,8	33 405,4
14.11.2012	26207RMFS	ОФ3-III	03.02.2027	5 194	25 000,0	104,8877	104,9413	7,72	7,72	20 484,5	9 027,3	9 027,3
21.11.2012	26208RMFS	ОФ3-III	27.02.2019	2 289	35 000,0	102,7500	102,7745	7,07	7,07	190 806,5	114 085,3	32 543,7
28.11.2012	25080RMFS	ОФ3-III	19.04.2017	1 603	15 000,0	102,6452	102,6598	6,80	6,80	69 701,8	28 387,2	13 499,0
05.12.2012	26207RMFS	ОФ3-III	03.02.2027	5 173	25 000,0	111,3111	111,4675	7,00	6,99	22 548,8	9 090,8	9 090,8
12.12.2012	26209RMFS	ОФ3-III	20.07.2022	3 507	30 000,0	106,2000	106,3368	6,83	6,81	172 896,3	59 150,8	30 000,0
12.12.2012	25080RMFS	ОФ3-III	19.04.2017	1 589	19 988,6	103,6651	103,8307	6,52	6,48	98 483,5	21 260,2	19 988,6
19.12.2012	26210RMFS	ОФ3-III	11.12.2019	2 548	30 000,0	101,5625	101,6584	6,62	6,61	39 964,6	21 439,3	21 439,3
19.12.2012	26207RMFS	ОФ3-III	03.02.2027	5 159	16 479,6	111,0141	111,0599	7,03	7,03	12 743,2	6 563,8	6 563,8
Итого					1 187 559,9					2 411 466,2	1 214 788,2	794 629,6

Приложение Е
Результаты произведенных аукционов по размещению ОФЗ за 2013 г.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Объем спроса по номиналу			13
										Код выпуска	Тип бумаги	Дата погашения	
16.01.2013	26211 RMFS	ОФЗ-ПД	25.01.2023	3 661	25 000,0	102,5615	102,6123	6,75	6,75	19 075,1	6 759,7	6 759,7	6 759,7
23.01.2013	26212 RMFS	ОФЗ-ПД	19.01.2028	5 474	15 000,0	100,6084	100,7222	7,10	7,09	14 961,3	10 454,4	10 454,4	10 454,4
23.01.2013	26210 RMFS	ОФЗ-ПД	11.12.2019	2 513	35 000,0	102,1802	102,2297	6,51	6,50	133 628,3	44 307,2	44 307,2	35 000,0
30.01.2013	26211 RMFS	ОФЗ-ПД	25.01.2023	3 647	20 000,0	102,5510	102,5976	6,75	6,75	44 604,5	18 002,1	18 002,1	18 002,1
30.01.2013	26208 RMFS	ОФЗ-ПД	27.02.2019	2 219	7 264,8	106,3557	106,4061	6,32	6,31	3 307,0	1 044,0	1 044,0	1 044,0

Продолжение приложения Б

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
06.02. 2013	26212 RMFS ПД	ОФ3- ПД	19.01.2028	5 460	10 000,0	100,3000	100,6650	7,14	7,10	25 480,2	14 818,6	10 000,0
06.02. 2013	25081 RMFS ПД	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 820	20 000,0	99,9690	100,1067	6,30	6,27	27 053,5	13 550,9	13 550,9
13.02. 2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 633	25 000,0	102,0460	102,0841	6,82	6,82	17 050,2	10 696,7	10 696,7
20.02. 2013	26210 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.12.2019	2 485	30 000,0	101,8665	101,9070	6,56	6,55	71 350,2	41 029,2	30 000,0
27.02. 2013	25081 RMFS ПД	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 799	26 449,1	100,3716	100,4089	6,20	6,20	14 536,6	12 235,3	12 235,3
06.03. 2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 612	25 000,0	101,1280	101,1689	6,95	6,95	23 812,0	15 276,3	15 276,3
13.03. 2013	26209 RMFS ПД	ОФ3- ПД	20.07.2022	3 416	8 422,1	105,7500	105,7669	6,87	6,87	4 951,7	1 894,5	1 894,5
13.03. 2013	25081 RMFS ПД	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 785	4 213,9	100,2333	100,2881	6,24	6,22	13 300,0	13 300,0	4 213,9
20.03. 2013	26208 RMFS ПД	ОФ3- ПД	27.02.2019	2 170	6 220,7	105,1400	105,1594	6,55	6,55	28 239,9	22 735,7	6 220,7
27.03. 2013	26207 RMFS ПД	ОФ3- ПД	03.02.2027	5 061	9 915,9	107,4300	107,5990	7,42	7,40	21 783,2	13 377,3	9 915,9
27.03. 2013	26209 RMFS ПД	ОФ3- ПД	20.07.2022	3 402	6 527,7	104,5057	104,5438	7,05	7,05	7 677,2	2 645,9	2 645,9
03.04. 2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 584	10 000,0	99,8895	99,9810	7,13	7,12	13 218,9	10 168,1	10 000,0

Продолжение приложения Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
03.04.2013	25081 RMFS ПД	ОФ3-ПД	31.01.2018	1 764	20 000,0	99,8003	99,8675	6,34	6,33	11 151,9	7 646,1	7 646,1
10.04.2013	26212 RMFS ПД	ОФ3-ПД	19.01.2028	5 397	25 000,0	100,3550	100,4771	7,13	7,12	99 329,6	49 824,9	25 000,0
10.04.2013	26210 RMFS ПД	ОФ3-ПД	11.12.2019	2 436	10 000,0	102,6400	102,6415	6,41	6,41	64 141,6	29 227,1	10 000,0
17.04.2013	26211 RMFS ПД	ОФ3-ПД	25.01.2023	3 570	20 000,0	101,1801	101,2841	6,95	6,93	93 449,9	44 753,2	20 000,0
17.04.2013	25081 RMFS ПД	ОФ3-ПД	31.01.2018	1 750	10 000,0	100,1602	100,2190	6,25	6,24	10 448,6	10 348,6	10 000,0
24.04.2013	26212 RMFS ПД	ОФ3-ПД	19.01.2028	5 383	20 000,0	101,1709	101,3392	7,04	7,02	75 530,3	36 550,5	20 000,0
24.04.2013	26210 RMFS ПД	ОФ3-ПД	11.12.2019	2 422	20 000,0	102,9318	103,0506	6,35	6,33	85 202,3	33 884,7	20 000,0
15.05.2013	26211 RMFS ПД	ОФ3-ПД	25.01.2023	3 542	30 000,0	103,1870	103,2838	6,65	6,64	113 479,4	29 157,0	29 157,0
15.05.2013	25081 RMFS ПД	ОФ3-ПД	31.01.2018	1 722	10 000,0	100,3316	100,3788	6,21	6,20	32 958,7	19 450,6	10 000,0
22.05.2013	26210 RMFS ПД	ОФ3-ПД	11.12.2019	2 394	33 560,7	-	-	-	-	492,8	0,0	-
29.05.2013	25081 RMFS ПД	ОФ3-ПД	31.01.2018	1 708	20 000,0	99,7262	99,7773	6,36	6,35	933,9	933,9	933,9
05.06.2013					0,0					0,0		

Продолжение приложения Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
19.06. 2013	26212 RMFS ПД	ОФ3- ПД	19.01.2028	5 327	10 000,0	-	-	-	-	700,0	0,0	-
19.06. 2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	1 057	10 000,0	99,1400	99,1400	6,43	6,43	41 532,9	16 261,8	10 000,0
26.06. 2013					0,0					0,0		
03.07. 2013	25081 RMFS ПД	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 673	20 000,0	97,9580	97,9886	6,84	6,83	68 476,9	34 864,5	20 000,0
10.07. 2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 486	10 000,0	98,0700	98,2071	7,41	7,39	34 299,0	12 896,6	10 000,0
10.07. 2013	25081 RMFS ПД	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 666	10 000,0	98,6454	98,6905	6,65	6,64	17 995,9	10 129,6	10 000,0
17.07. 2013	26210 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.12.2019	2 338	33 560,7	100,6473	100,6986	6,78	6,77	18 135,6	10 777,5	10 777,5
24.07. 2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 472	10 000,0	99,4459	99,5252	7,20	7,19	7 632,4	7 494,3	7 494,3
24.07. 2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	1 022	10 000,0	99,6610	99,7029	6,22	6,21	23 765,7	13 161,5	10 000,0
31.07. 2013	26210 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.12.2019	2 324	15 000,0	100,0471	100,0557	6,90	6,90	13 510,8	3 064,1	3 064,1
07.08. 2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 458	10 000,0	98,2500	98,3263	7,39	7,38	43 368,7	15 049,0	10 000,0
07.08. 2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	1 008	10 000,0	99,5401	99,5683	6,28	6,26	54 883,1	18 228,8	10 000,0

Продолжение приложения Б

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
14.08.2013	25081 RMFS ПД	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 631	10 000,0	99,4859	99,5234	6,43	6,42	28 783,5	7 142,3	7 142,3
14.08.2013	26210 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.12.2019	2 310	10 000,0	100,2913	100,3122	6,85	6,85	7 708,5	3 696,0	3 696,0
21.08.2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	994	10 000,0	99,4273	99,4502	6,32	6,32	21 370,9	6 370,3	6 370,3
28.08.2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 437	12 563,8	-	-	-	-	11 797,8	2 769,5	-
04.09.2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	980	13 629,7	99,0122	99,0156	6,50	6,50	6 123,9	6 073,9	6 073,9
11.09.2013	26211 RMFS ПД	ОФ3- ПД	25.01.2023	3 423	11 563,8	96,8800	96,8800	7,61	7,61	115 839,4	41 672,7	11 563,8
11.09.2013	25081 RMFS ПД	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 603	2 857,7	98,4011	98,4204	6,73	6,73	24 218,8	16 604,0	2 857,7
18.09.2013	26212 RMFS ПД	ОФ3- ПД	19.01.2028	5 236	20 000,0	94,5850	94,6717	7,82	7,81	50 399,2	20 865,0	20 000,0
18.09.2013	26215 RMFS ПД	ОФ3- ПД	16.08.2023	3 619	10 000,0	97,5050	97,6558	7,49	7,47	15 419,3	15 419,2	10 000,0
25.09.2013	26210 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.12.2019	2 268	16 023,1	99,8003	99,8119	6,95	6,95	2 955,0	2 955,0	2 955,0
25.09.2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	959	7 555,8	99,2175	99,2590	6,42	6,41	5 424,3	5 424,3	5 424,3
02.10.2013	26215 RMFS ПД	ОФ3- ПД	16.08.2023	3 605	10 000,0	97,7030	97,7426	7,46	7,46	39 984,9	17 577,9	10 000,0

Продолжение приложения Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
02.10.2013	25081 RMFS	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 582	10 000,0	98,1500	98,1819	6,81	6,80	28 907,0	12 890,1	10 000,0
09.10.2013	26212 RMFS	ОФ3- ПД	19.01.2028	5 215	15 000,0	94,7528	94,8074	7,80	7,80	28 607,3	15 500,0	15 000,0
09.10.2013	26210 RMFS	ОФ3- ПД	11.12.2019	2 254	13 068,1	99,6300	99,6589	6,99	6,98	58 441,9	17 394,0	13 068,1
16.10.2013	26215 RMFS	ОФ3- ПД	16.08.2023	3 591	15 000,0	97,5021	97,5672	7,49	7,49	21 940,5	14 722,7	14 722,7
16.10.2013	25081 RMFS	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 568	20 000,0	98,2842	98,3114	6,77	6,77	16 824,2	11 616,1	11 616,1
23.10.2013	26212 RMFS	ОФ3- ПД	19.01.2028	5 201	10 000,0	96,0593	96,1049	7,64	7,64	67 387,8	31 829,7	10 000,0
23.10.2013	26214 RMFS	ОФ3- ПД	27.05.2020	2 408	20 000,0	97,5000	97,5623	6,99	6,98	90 751,2	43 516,4	20 000,0
30.10.2013	26215 RMFS	ОФ3- ПД	16.08.2023	3 577	10 000,0	98,8710	98,8710	7,29	7,29	94 528,1	38 894,9	10 000,0
30.10.2013	25081 RMFS	ОФ3- ПД	31.01.2018	1 554	25 000,0	98,4200	98,4563	6,74	6,73	78 761,3	37 393,0	25 000,0
06.11.2013	26214 RMFS	ОФ3- ПД	27.05.2020	2 394	20 000,0	97,2119	97,2216	7,05	7,05	8 725,0	8 725,0	8 725,0
06.11.2013	25082 RMFS	ОФ3- ПД	11.05.2016	917	10 000,0	99,2336	99,2734	6,43	6,42	1 393,3	1 393,3	1 393,3
13.11.2013	26216 RMFS	ОФ3- ПД	15.05.2019	2 009	15 000,0	98,5302	98,6188	7,15	7,13	22 218,5	17 547,3	15 000,0

Окончание приложения Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
13.11.2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	910	10 000,0	99,0875	99,0954	6,50	6,50	10 211,7	10 111,7	10 000,0
20.11.2013	26212 RMFS ПД	ОФ3- ПД	19.01.2028	5 173	15 000,0	93,7500	93,7884	7,93	7,93	30 044,2	13 050,0	13 050,0
20.11.2013	26214 RMFS ПД	ОФ3- ПД	27.05.2020	2 380	15 000,0	95,9115	95,9356	7,32	7,32	21 529,4	13 528,0	13 528,0
27.11.2013	26215 RMFS ПД	ОФ3- ПД	16.08.2023	3 549	20 000,0	95,8435	95,8584	7,75	7,75	25 208,8	13 736,5	13 736,5
27.11.2013	26216 RMFS ПД	ОФ3- ПД	15.05.2019	1 995	15 000,0	97,9163	97,9169	7,29	7,29	18 176,9	11 646,2	11 646,2
04.12.2013	26214 RMFS ПД	ОФ3- ПД	27.05.2020	2 366	10 000,0	94,6482	94,6843	7,59	7,59	26 015,9	7 204,0	7 204,0
04.12.2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	889	10 000,0	98,6754	98,6845	6,70	6,70	13 993,4	8 979,8	8 979,8
11.12.2013	26215 RMFS ПД	ОФ3- ПД	16.08.2023	3 535	10 000,0	95,7500	95,7500	7,77	7,77	76 797,3	30 778,9	10 000,0
11.12.2013	26216 RMFS ПД	ОФ3- ПД	15.05.2019	1 981	15 000,0	97,7700	97,8163	7,33	7,32	52 316,9	18 212,3	15 000,0
18.12.2013	26215 RMFS ПД	ОФ3- ПД	16.08.2023	3 528	21 540,9	95,3550	95,3794	7,83	7,83	50 144,2	19 029,2	19 029,2
18.12.2013	25082 RMFS ПД	ОФ3- ПД	11.05.2016	875	19 626,8	98,7557	98,7600	6,67	6,67	450,0	350,0	350,0
Итого					1 129 565,3					2 568 850,2	1 200 619,3	815 115,1