



Александр Некторов

руководитель юридического отдела
Инвестиционной компании «БАРЕЛЬ»,
аспирант ГУ-ВШЭ

ФИЛОСОФИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

В последние несколько лет слово «секьюритизация» часто упоминается в СМИ и представителями власти и бизнеса, сотрясая молодой российский рынок финансов своей пугающей непонятностью и одновременно манящим «запахом прогресса». Что такое секьюритизация? Зачем она нужна? Как происходит процесс правового регулирования секьюритизации в России?

ЧТО ТАКОЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ?

Согласно утвержденной Правительством РФ Стратегии развития финансового рынка на 2006–2008 гг. одной из первоочередных задач российской экономики является обеспечение ускоренного экономического развития страны, в том числе, путем превращения финансового рынка и банковского сектора в важнейшие факторы социально-экономического развития и стимулирования трансформации сбережений в инвестиции¹.

Следует, однако, отметить, что в настоящее время наблюдается достаточно высокий темп развития финансового рынка,

несмотря на это, российские компании в своем большинстве игнорируют механизмы привлечения инвестиций с помощью механизмов российского рынка ценных бумаг. Внутренний финансовый рынок пока испытывает, во-первых, серьезный недостаток ликвидности и, во-вторых, сложности в должном регулировании экономических процессов рынка ценных бумаг. Указанное относится и к развитию механизмов секьюритизации.

Традиционно процесс секьюритизации² принято понимать в двух смыслах: широком и узком³. Широкий смысл секьюритизации включает в себя способ заемного финансирования не с помощью банковских кредитов, а посредством эмис-

сии ценных бумаг. Справедливо будет заметить, что секьюритизация в широком смысле вписывается в рамки действующего законодательства.

Нас большее интересует «секьюритизация в узком смысле»⁴, или «секьюритизация активов», как революционный способ, позволяющий рефинансировать неликвидные активы (дебиторскую задолженность) и даже будущие доходы путем эмиссии ценных бумаг.

Под термином «секьюритизация» принято понимать широкий круг сделок, при которых нерыночные активы (например, задолженность по займам на строительство жилья) переводятся в рыночные активы (например, в ценные бумаги).

¹ См. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг., утвержденная Распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р.

² Термин «секьюритизация» (Securitisation) произведен от англосаксонского обозначения ценных бумаг – Securities.

³ Смело полагать, что, скорее всего, «узкие» и «широкие» смыслы появились в умах российских специалистов по секьюритизации путем заимствований разработок Х. П. Бэра из переведенной на русский язык монографии. См.: Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков. М.: Волтерс Клувер, 2006.

⁴ В России при употреблении слов «секьюритизация», «секьюритизация активов» чаще всего подразумевается именно секьюритизация в узком смысле (см. далее по тексту).

Подобные сделки совершаются между финансовыми учреждениями с целью улучшения состояния счетов, накопления капитала за счет извлечения более высокого дохода из ценных бумаг и снижения финансовых затрат по обслуживанию задолженности⁵.

Термин «секьюритизация» охватывает достаточно широкий круг сделок особого рода, создающий некий комплекс (или процесс) достаточно сложных юридических действий. И этот комплекс в зависимости от пожеланий организаторов секьюритизации может сильно варьировать, изменяться, дополняться. В этом случае специалисты говорят о структурировании сделки секьюритизации. В связи с многообразием форм, способов и видов секьюритизации перед законодателем стоит проблема создания понятийного аппарата секьюритизации. В первую очередь рассматрива-

ется проблема определения содержания неофициального термина «секьюритизация», что весьма сложно сделать. Так, п. 13 ст. 1 Закона о секьюритизации Республики Казахстан⁶ под секьюритизацией понимает уступку денежного требования путем выпуска облигаций, обеспеченных выделенными активами. Нельзя сказать, что такое понятие идеально, скорее оно крайне узко — в нем не предусмотрены другие элементы процесса секьюритизации. В России предлагается не вводить термин «секьюритизация» до момента доктринального изучения его содержания и необходимости его введения в систему законодательства.

Сделки секьюритизации чаще всего охватывают передачу большого количества незначительных по объему денежных требований⁷ (так называемые оптовые уступки). Однако совместное объединение

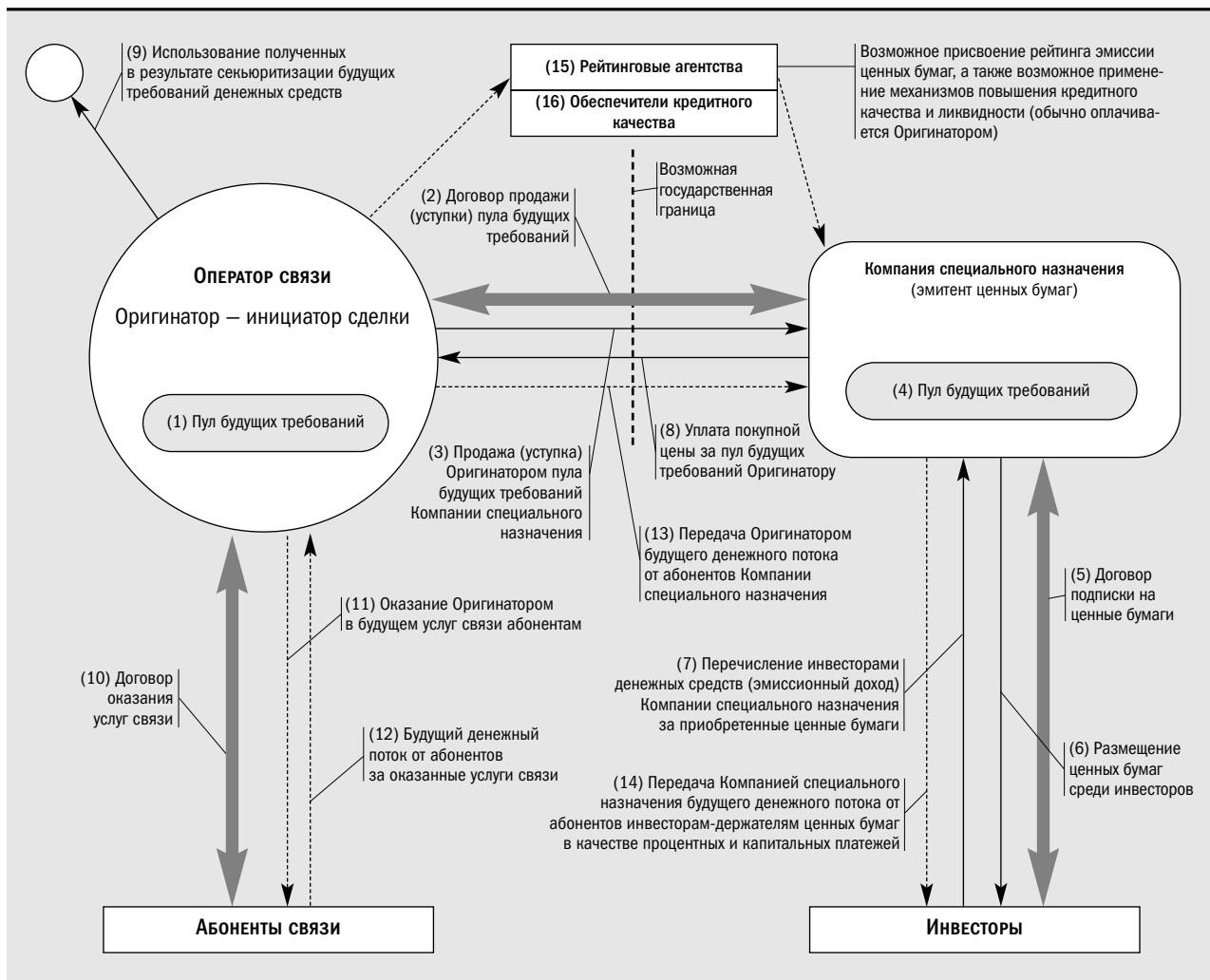
и обособление таких денежных требований образуют уже значительную финансовую величину⁸.

Отвечая на риторический вопрос: «Является ли секьюритизация очередным этапом развития экономики или лишь просто модой на рынке?», можно согласиться с мнением немецкого специалиста М. Хюфнера о том, что секьюритизация просто необходима, поэтому ее развитие будет продолжаться, замедляясь лишь на некоторое время при росте процентных ставок на финансовых рынках⁹.

МЕХАНИЗМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

Для большей наглядности рассмотрим упрощенную схему секьюритизации вымышленным оператором связи будущих доходов от своих абонентов¹⁰ (рис. 1).

Рисунок 1. МЕХАНИЗМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ОПЕРАТОРОМ СВЯЗИ БУДУЩИХ ТРЕБОВАНИЙ К СВОИМ АБОНЕНТАМ



⁵ Новоселова Л. А. Сделки уступки права (требования) в коммерческой практике. Факторинг. М.: Статут, 2003.

⁶ См.: Закон Республики Казахстан «О секьюритизации» № 126-III ЗРК от 20 февраля 2006 г.

⁷ Там же.

⁸ Так называемый пул денежных требований. — Примеч. авт.

⁹ Хюфнер М. Рынок секьюритизации в Европе: новое распределение ролей // Корпоративный юрист. 2006. № 7. Июль.

¹⁰ Напоминаем читателю, что настоящая классическая схема процесса секьюритизации является весьма упрощенной. Ее цель — наглядно показать основные процессы, возникающие при секьюритизации активов. В связи с этим некоторые элементы секьюритизации автором намеренно опущены.

Итак, у нас есть некий Оператор связи¹¹, который катастрофически задыхается от конкуренции и нехватки ресурсов для развития. Для эффективного развития бизнеса Оператору связи необходимо в ближайшее время дополнительно построить 5 тыс. антенных вышек и запустить на орбиту Земли несколько спутников. Ресурсов на такой дорогостоящий проект у Оператора связи в настоящее время не имеется. Привлечь крупный кредит или выпустить облигации он не может, так как еще не исполнены прошлые обязательства перед кредиторами. Кроме того, акционеры Оператора связи не хотят терять контроль над компанией и производить дополнительную эмиссию объявленных акций. Выход из сложившейся ситуации — секьюритизация будущих денежных доходов, которые Оператор связи получит от оказания услуг связи своим абонентам. При этом он учитывает следующие возможные денежные поступления:

- будущий доход от уже подключенных и пользующиеся услугами связи абонентов;
- будущий доход от уже подключенных, но пока не пользующиеся услугами связи абонентов;
- будущий доход от абонентов, которые, вероятно, будут подключены и станут пользоваться услугами связи.

Оператор связи, назовем его Оригинатор¹², выделяет (обособляет) денежные потоки (в том числе будущие) от остальных денежных потоков, тем самым формирует пул будущих денежных требований¹³ (см. рис. 1, 1). Затем Оригинатор продает (уступает) будущие денежные требования Компании специального назначения¹⁴ (далее — Компания) (2, 3 и 4). Единственной целью хозяйственной деятельности Компания является выпуск ценных бумаг, обеспеченных пулом будущих требований Оригинатора. Компания не может быть обанкрочена и ликвидиро-

вана до исполнения своих обязательств. Эта структура выпускает ценные бумаги, обеспеченные пулом будущих денежных требований от абонентов Оригинатора, и размещает их с использованием механизмов фондового рынка среди инвесторов (5, 6). Приобретая ценные бумаги, инвесторы оплачивают покупную цену Компании (7). Последняя перечисляет полученные от инвесторов денежные средства Оригинатору в счет оплаты за проданный (уступленный) пул будущих требований (8). Оригинатор на радостях от такого количества денег строит 5 тыс. антенных вышек и запускает несколько спутников на орбиту Земли (9).

Абоненты, пользуясь услугами связи, в рамках договоров об оказании услуг связи (10), которые были обособлены в пул, ежедневно платят (перечисляют) за эти услуги (11) Оригинатору денежные средства (12). Эти деньги Оригинатор обособляет на специальном банковском счете, который в идеале должен находиться в залоге у Компании¹⁵. Оригинатор передает деньги Компании (13), которая в свою очередь выплачивает их в качестве процентов и капитальных платежей (14) инвесторам, купившим ее ценные бумаги.

В сделках секьюритизации активов могут участвовать также рейтинговые агентства (15), которые присваивают эмитируемым Компанией ценным бумагам определенный инвестиционный рейтинг, и компании поручители¹⁶ (16) (см. таблицу)¹⁷.

ЗАЧЕМ НУЖНА СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ?

Таким образом, с помощью многоходовой сделки секьюритизации будущих требований Оператору связи условно удалось построить 5 тыс. антенных вышек и запустить на орбиту Земли свои спутники. Инвесторы условно вложили свои временно

свободные денежные средства и получили отдачу от своих инвестиций. Национальная (региональная) экономика и финансовый рынок в случае осуществления сделки в ее пределах, опять же условно, получили позитивный экономический эффект.

Многие специалисты¹⁸, в том числе зарубежные, видят значимость секьюритизации активов в следующем¹⁹:

Для оригинатора:

- привлечение финансирования в форме покупной цены, уплачиваемой компанией специального назначения при продаже и передаче участвующих в секьюритизации активов;
- ограничение кредитного риска на активы. Обычно в результате секьюритизации кредитный риск оригинатора ограничивается теми суммами, которые предоставлены им для повышения кредитного качества. В случае банкротства это может обеспечить им получение льгот по регулятивному капиталу в соответствии с законодательством. В то же время оригинатор обычно сохраняет возможность извлечения будущих прибылей из активов;
- повышение эффективности баланса. При классической секьюритизации через продажу пула рискованные активы могут быть сняты с баланса оригинатора и замещены денежными средствами, что приведет к улучшению соответствующих балансовых показателей. Например, в той степени, в которой средства, полученные от секьюритизации, могут быть использованы для погашения существующих обязательств, будет уменьшено соотношение заемных и собственных средств;
- получение доступа к различным источникам финансирования. Секьюритизация позволяет оригинаторам диверсифицировать источники финансирования, не ограничиваясь банками, и получить доступ к фондовым рынкам (почти) напрямую без необходимости выпуска собственных ценных бумаг. Оригинаторы, до-

¹¹ Пример секьюритизации активов оператором связи является вымышленным и приведен автором для наглядности. Цели оператора связи являются условными. Любые аналогии с действующими операторами связи являются случайными.

¹² Оригинатор (Originator) — предприятие — инициатор сделки.

¹³ При секьюритизации уже существующих требований, например, по кредитным договорам проблема обособления (формирования пула) не так остро стоит перед Оригинатором, как при секьюритизации будущих требований. Так формирование пула по кредитным договорам заключается лишь при отборе кредитных договоров, подлежащих секьюритизации, от остальных кредитных договоров. Возможно, формирование пула будущих требований необходимо производить абстрактными понятиями, например «2/3 заключенных в будущем в течение 5 лет договоров подлежат включению в пул секьюритизируемых активов».

¹⁴ Компания специального назначения в западной практике получила название «специальное юридическое лицо» (Special Purpose Vehicle, SPV). В ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ указанная компания получила название «ипотечного агента», а в проекте закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (в части регулирования секьюритизации финансовых активов), подготовленном ФСФР, в отношении такого специального юридического лица употребляется термин «специализированное финансовое общество».

¹⁵ В настоящее время залог банковских счетов невозможен. См.: Постановление Президиума ВАС РФ от 2 июля 1996 г. № 7965/95.

¹⁶ Компании, которые за вознаграждение берут на себя часть рисков возможного неисполнения Компанией специального назначения своих обязательств перед инвесторами путем встраивания дополнительных механизмов повышения надежности эмитируемых ценных бумаг или, иначе говоря, улучшения их кредитного качества (Credit and Liquidity Enhancements).

¹⁷ По материалам А. С. Селивановского

¹⁸ Селивановский А. С. Конструируем SPV // РЦБ. 2005. № 13; Солдатова А. О. Секьюритизация лизинговых активов: Дис. канд. М., 2000; Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков. М.: Волтерс Клувер, 2006; Туктаров Ю. Е. Секьюритизация и инвестиционные фонды // РЦБ. 2005. № 17.

¹⁹ Следует заметить, что для процесса секьюритизации активов характерны и некоторые негативные моменты, среди которых высокая стоимость структурирования сделки, юридические сложности, длительность процесса секьюритизации, необходимость стратегического подхода и другие. См.: Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков. М.: Волтерс Клувер, 2006.

бывшиеся прямого доступа к фондовым рынкам (например, компании, уже выпускавшие корпоративные облигации), иногда осуществляют секьюритизацию для того, чтобы продемонстрировать фондовым рынкам наличие для себя возможности секьюритизации как источника финансирования и доступа к инвесторам различного типа;

- снижение стоимости финансирования. Средневзвешенные затраты на секьюритизацию могут быть ниже, чем затраты на финансирование через банк, обслужи-

вающий оригинатора, или на другие виды заимствований. Следует отметить, что это часто имеет место, когда кредитное качество активов, участвующих в секьюритизации, выше, чем кредитное качество баланса оригинатора в целом;

- балансирование активов и пассивов (секьюритизация обеспечивает более гибкий инструмент балансирования активов и пассивов);
- повышение конкурентоспособности. Использование данного источника финансирования предоставляет компании

конкурентные преимущества по сравнению с другими компаниями на рынке, позволяя существенно снизить стоимость привлечения капитала. Гибкий характер данного инструмента предоставляет компании большую свободу в финансовой организации бизнеса;

- улучшение финансового состояния и имиджа оригинатора. Секьюритизация играет важную роль в составлении финансового профиля и имиджа оригинатора, что сказывается в присвоении ей определенного рейтинга²⁰.

ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ ПРОЦЕССА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Участники секьюритизации	Основные функции	Права	Обязанности
Оригинатор	Продажа пула активов КСН	Требование надлежащего соблюдения обязанностей КСН, Инвесторов, Сервисера; предоставление кредитной линии КСН; получение отчетности о деятельности КСН	Обеспечение стандартизации активов; получение секьюритизированной дебиторской задолженности и передавать соответствующие денежные средства для обслуживания ценных бумаг*; отказ от ходатайства о ликвидации КСН или о возбуждении в отношении нее процедуры банкротства; не оспаривать передачу активов, не обращаться в суд с целью признания ее недействительной
Инвесторы	Покупка ценных бумаг, обеспеченных активами	Требование надлежащего соблюдения обязанностей КСН, Оригинатора, Сервисера; получение отчетности о деятельности КСН; получение суммы основного долга и процентов по нему по облигациям КСН	Отказ от ходатайства о ликвидации КСН или о возбуждении в отношении нее процедуры банкротства. Не оспаривать передачу активов, не обращаться в суд с целью признания ее недействительной
КСН	Покупка пула активов у Оригинатора. Эмиссия ценных бумаг; расчеты с Инвесторами	Право передать оговоренному в договоре Резервному Сервисеру полномочия по получению, управлению и обеспечению взыскания дебиторской задолженности в случае неспособности обслуживания Оригинатором (Сервисером) или неэффективности такого обслуживания	Не выпускать какие-либо дополнительные долговые инструменты; не участвовать в объединении компаний; не осуществлять иные сделки и действия, в том числе наем сотрудников, кроме тех, которые необходимы для осуществления непосредственно секьюритизации. Не инициировать: - процедуру добровольной ликвидации, - процедуру реорганизации, - процедуру добровольного банкротства. Не оспаривать передачу активов, не обращаться в суд о признании ее недействительной; предоставлять отчетность Инвесторам и Оригинатору; хеджировать финансовые риски
Управляющая компания	Оперативное управление КСН (осуществление функций единоличного исполнительного органа)	Получение определенного договором вознаграждения	Осуществление руководства текущей деятельностью КСН в интересах Инвесторов; организация выполнения решений общего собрания акционеров и совета директоров КСН
Сервисер	Обслуживание секьюритизируемых активов	Получение определенного договором вознаграждения от КСН	Получение, управление и при необходимости обеспечивает взыскание дебиторской задолженности; передача соответствующих денежных средств для обслуживания ценных бумаг
Резервный Сервисер	Обслуживание активов в случае неспособности их обслуживания Сервисером (Оригинатором) или в том случае, если Покупатель воспользуется правом отменить назначение Сервисера	Получение определенного договором вознаграждения от КСН	Получение, управление и при необходимости обеспечение взыскания дебиторской задолженности; передача соответствующих денежных средств для обслуживания ценных бумаг
Бухгалтерская компания	Текущий бухгалтерский учет и составление бухгалтерской отчетности КСН	Получение определенного договором вознаграждения от КСН	Осуществление бухгалтерского учета в соответствии с требованиями нормативных актов
Аудиторская компания	Осуществление аудиторских проверок отчетности КСН	Получение определенного договором вознаграждения от КСН	Осуществление бухгалтерского учета в соответствии с требованиями нормативных актов
Хедж-провайдер	Хеджирование процентных и валютных рисков КСН	КСН выплачивает фиксированную ставку и получает от Хедж-провайдера плавающую ставку	

* При совмещении Оригинатором функций Сервисера.

²⁰ В качестве примера можно привести деятельность рейтингового агентства Fitch IBCA, использующего показатель секьюритизации как один из критериев оценки компаний. См.: www.fitchibca.com и www.fitchratings.ru.

Для инвесторов:

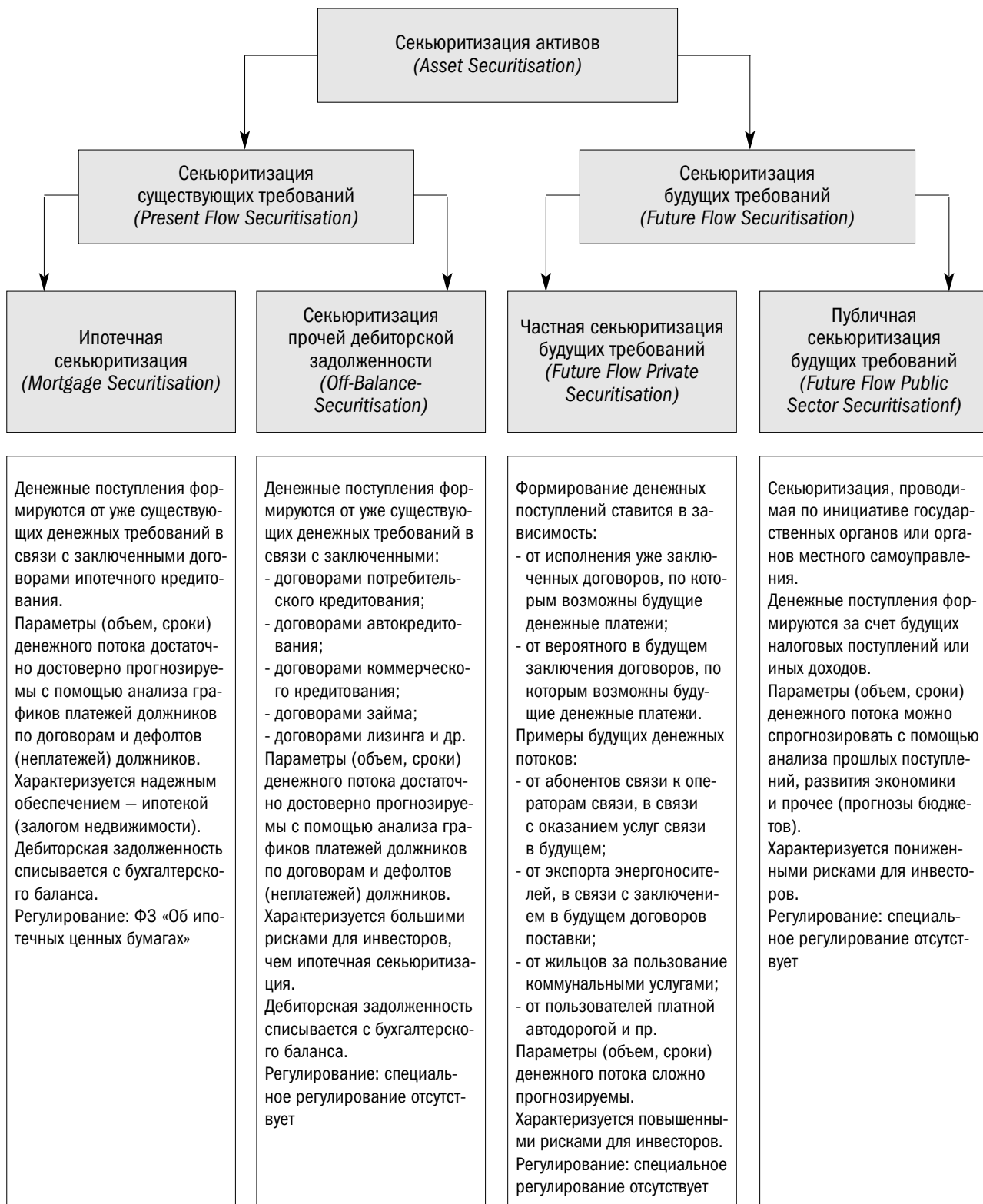
- возможность инвестирования в виды активов, характеризующиеся различными рисками и доходностью. Что дает инвесторам возможность оптимизировать структуру своих портфелей и выходить на рынки, на которых иначе они не могли бы делать инвестиции;

- ценные бумаги, обеспеченные активами, обычно менее волатильны по сравнению с корпоративными облигациями;
- ценные бумаги, обеспеченные активами, предлагают более высокую премию, чем государственные, банковские и корпоративные облигации, имеющие сопоставимый рейтинг;

- ценные бумаги, обеспеченные активами, обычно не подвержены риску событий или снижению рейтинга у единичного заемщика.

Следует отметить, что секьюритизацию обычно не воспринимают как схему, обеспечивающую оптимизацию налогообложения. Обычно стороны стремятся добиться

Рисунок 2. ВИДЫ ПРОЦЕССОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ



нейтральности секьюритизации для налоговой позиции участников (включая налог на доход и налог на добавленную стоимость).

ВИДЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ: АКТИВЫ СУЩЕСТВУЮТ ИЛИ ЛИШЬ БУДУТ СУЩЕСТВОВАТЬ?

Скептическое отношение к размышлениям многих авторов об «узких и широких» смыслах секьюритизации предлагаю компенсировать разделением на виды в зависимости от характеристики предмета секьюритизации, а если быть более точным, генерируемого им денежного потока (рис. 2). Разделение секьюритизации активов по видам, возможно, позволит более полно и структурно понять применение (или выбор) правовых средств, необходимых для должного урегулирования каждого из процессов.

Итак, секьюритизация активов (*Asset Securitisation*) делится на две большие группы: на секьюритизацию уже существующих требований (*Present Flow Securitisation*) и на секьюритизацию будущих требований (*Future Flow Securitisation*)²¹. Особенность первой группы состоит в том, что требования originатора (иначе кредито-

ра) к своим клиентам (должникам) уже существуют в силу их оформления соответствующими документами (договорами, контрактами и пр.). При этом размер этих требований можно точно рассчитать. Например, это требования кредитной организации по кредитным договорам (ипотечным, потребительским и иным), или это могут быть требования поставщика энергоресурсов к своим клиентам по заключенным договорам поставки в случае, когда общая сумма, подлежащая выплате клиентами поставщику, заранее определена.

С будущими требованиями все сложнее. Будущие требования originатора могут исходить из договоров, как уже заключенных, по которым невозможно в настоящее время определить суммы будущих денежных платежей, так и тех, которые заключат в будущем, и в связи с этим, возможно, стимулирующих будущие денежные платежи в адрес originатора. Примером первых отношений может служить ситуация, когда кредитная организация выпускает и распространяет среди своих клиентов кредитные пластиковые карты. В данном случае будущий денежный поток от клиентов невозможно точно рассчитать, так как нет (и не может быть)

достоверной информации о том, как активно клиент будет пользоваться кредитной карточкой. Другим примером может быть ситуация, приведенная на рис. 1, когда originатор, являющийся оператором связи, не может заранее определить точный объем денежного потока от своих клиентов-абонентов в будущем, однако вероятность того, что такой денежный поток все же будет, очень высока.

В качестве примера вторых отношений можно привести ситуацию, когда, например, концессионер платной автомагистрали, предполагает, что в будущем, возможно, будет сформирован определенный денежный поток за счет автомобилистов, проезжающих по этой дороге. При этом в настоящее время концессионер не имеет никаких договоров с этими автомобилистами, а намеревается лишь в будущем предложить им публичную оферту, предметом которой является проезд автомобилей по платной комфортной дороге без пробок за определенное вознаграждение.

Секьюритизация — гибкий процесс. Возможность структурирования схемы секьюритизации под потребности ее инициаторов чрезвычайно важна. Так, в зависимости от формы (модели осуществле-

²¹ Более подробную информацию о подвидах секьюритизации существующих и будущих требований см. на рис. 2.

Relline

Выделенные каналы — Оптика, ADSL, Frame Relay
Построение корпоративных сетей связи
Доступ к биржам ММВБ, РТС
Телефония

ПЕРЕКЛЮЧИ СКОРОСТЬ!

128 Кб/с
ADSL
10 Мб/с
100 Мб/с

тел.: (495) 916-5161
факс: (495) 681-3282
adm@relline.ru
www.relline.ru

Реклама

ния) выделяют²² классическую (или традиционную) и синтетическую секьюритизации. Классической секьюритизацию называют в случае, если оригинатор передает пул активов (прав требований) компании специального назначения, которая в свою очередь выпускает ценные бумаги, обеспеченные этим пулом. Синтетическая секьюритизация характеризуется тем, что эмитентом ценных бумаг²³, обеспеченных пулом активов (прав требований), является сам оригинатор. При этом исполнение обязанностей перед инвестором ставится в зависимость от исполнения требований по пулу активов (например, в зависимость от исполнения заемщиком требований по кредитам).

КАК РЕГУЛИРОВАТЬ?

Развитие общественных экономических отношений требует постоянного совершенствования (изменения) действующих правовых норм. Так законодательство, действующее в каждый конкретный момент времени, удовлетворяет лишь те потребности, ради которых оно создавалось. Однако жизнь показывает, что на следующий день после принятия закон уже может не отвечать потребностям этого нового дня.

Ю. Е. Туктаров²⁴ видит две фундаментальные причины сложности осуществления секьюритизации в России, которые можно условно выделить как нетипичность секьюритизации и наличие в российском законодательстве эффекта закрытых дверей.

1. Нетипичность заключается в том, что существует так называемая *«борьба новых экономических потребностей с вошедшим в привычку, но устаревшим регулированием»*. Секьюритизация как раз относится к разряду новых экономических потребностей, однако, так как юристы по характеру своей профессии склонны к консерватизму, изменения классических принципов регулирования в связи с развитием секьюритизации кажутся необоснованными и трудноосуществимыми. Так

возникает конфликт старого и нового, когда для обеспечения секьюритизации предлагаются новые подходы к регулированию.

2. Эффект закрытых дверей — это особое регулятивное состояние российского законодательства, при котором для появления новых инновационных экономических отношений необходимо принятие закона. То есть действует следующий принцип: сначала закон — потом отношение²⁵. «Двери» законодательства закрыты. Противоположный подход основывается на том, что общество вправе самостоятельно создавать новые отношения, главное, чтобы эти новые отношения не противоречили базовым принципам, за нарушение которых в законодательстве предусмотрено суровое наказание²⁶. «Двери» законодательства открыты.

Проанализировав существенно возросшую за последние 10 лет законодательную базу финансового рынка, можно выделить 3 условных подхода (или способа) к совершенствованию законодательства²⁷ в этой сфере:

1. «Законодательное регулирование» — позиция, по которой для должно регулирования отношений необходимы разработка и принятие нового федерального закона, устанавливающего общие основы для регулирования процесса воспроизводства отношений.

2. «Подзаконное регулирование» — позиция, по которой законодательно регулировать отношения не нужно — законы не нужны, все вопросы можно урегулировать на уровне ведомственных нормативных актов.

3. «Точечное регулирование» — позиция, согласно которой для урегулирования отношений необходимы только «точечные» изменения в ряд ключевых законов. Это позволяет добиться максимальной гибкости формулировок и избежать избыточной детализации. Общие принципы и нормы регулирования должны быть установлены путем внесения поправок в действующее законодательство. При этом подготовка комплексного акта, в случае

если она будет признана необходимой, отодвигается на более отдаленную перспективу или исключается. Предлагаемый путь можно назвать последовательностью «многих шагов», часть из которых следует сделать немедленно, а часть — по мере усложнения рыночных отношений.

По первому пути законодатель пошел, регулируя секьюритизацию ипотечных кредитов с помощью принятия Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»²⁸. По поводу же подходов законодательного регулирования секьюритизации остальных активов пока идут споры. Однако большинство специалистов придерживаются мнения «точечного регулирования»²⁹. Кроме того, некоторыми специалистами иногда высказывается спорная мысль о том, что секьюритизация лучше развивается там, где нет общего закона о секьюритизации³⁰. При этом приводится в пример такие страны, как Пакистан, Южная Корея, Таиланд, которые имеют свои «законы или эдикты о секьюритизации». Примечательно, что нормы, регулирующие секьюритизацию, в настоящее время приняты только в Казахстане³¹.

Необходимо также указать на то, что Россия отказалась от создания универсального законодательства о секьюритизации³² в пользу законодательства, специализированного на отдельные виды активов³³.

В современных развитых странах секьюритизация является неотъемлемой частью финансового рынка. В настоящее время некоторые финансовые инструменты и механизмы (процессы), к которым относится и секьюритизация, в России только развиваются. Для получения наибольшего эффекта от использования данных механизмов необходимо детально законодательно урегулировать процедуру их применения. При этом не следует забывать, что рыночная экономика требует определенной степени свободы и саморегулирования, а слишком жесткое регулирование может принести вред ее развитию. ■

E-mail: avtopa:nektorov@mail.ru

²² По материалам семинара «Правовые проблемы секьюритизации — секьюритизация в России». Байтен Бурхардт и Комитет по кредитным организациям и финансовым рынкам ГД РФ, 15 мая 2003 г., Москва.

²³ Обычно такими ценными бумагами являются CLN — кредитные ноты, по которым инвесторы-покупатели данных бумаг, участвуют в кредитном риске их эмитента.

²⁴ Туктаров Ю. Е. Секьюритизация и законодательство / www.rusipoteka.ru.

²⁵ Так называемое регулирование ex ante. Так, для новых отношений двери закрыты, и вход контролируется привратником, в роли которого выступает государство. Там же.

²⁶ Так называемое регулирование ex post. Там же.

²⁷ Здесь под законодательством следует понимать всю совокупность действующих нормативно-правовых актов. — Примеч. авт.

²⁸ См.: ФЗ от 11 ноября 2003 г. № 152.

²⁹ ФСФР России внесен в Правительство РФ проект закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (в части регулирования секьюритизации финансовых активов), предполагающий внесения изменений в ГК РФ, НК РФ и законы «Об акционерных обществах», «Об обществах с ограниченной ответственностью», «О рынке ценных бумаг», «Об инвестиционных фондах», «Об ипотечных ценных бумагах», «О несостоятельности (банкротстве)», «Об исполнительном производстве, о банках и банковской деятельности».

³⁰ Казаков А. Материалы к дискуссии «Круглого стола» «Секьюритизация 2006—2007 гг.: взгляд регулятора и опыт рынка» (13 декабря 2006 г.).

³¹ См.: Закон Республики Казахстан «О секьюритизации» № 126-III ЗРК от 20 февраля 2006 г.

³² По такому пути пошли такие страны, как Италия, Испания, Франция, Португалия, Греция, Польша.

³³ Специализированное законодательство по отдельным видам активов имеют такие страны, как Германия, Канада, Великобритания, США.