Мальцев, Сергей Владимирович. Секьюритизация активов на основе паевых инвестиционных фондов : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Мальцев Сергей Владимирович; [Место защиты: С.-Петерб. гос. инженер.-эконом. ун-т].- Санкт-Петербург, 2010.- 141 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/2866

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Проблемы организации и развития секьюритизации на основе паевых инвестиционных фондов 10**

1.1. Тенденции развития паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации 10

1.2. Зарубежный опыт секьюритизации на основе механизма инвестиционных фондов 30

1.3. Анализ теоретических подходов к процессу секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов 43

**ГЛАВА 2. Методические основы секьюритизации в паевых инвестиционных фондах 49**

2.1. Основные цели, участники и элементы секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов 49

2.2. Управление рисками инвестирования в паевых инвестиционных фондах при секьюритизации активов 65

2.3. Методы управления рисками в паевых инвестиционных фондах в процессе секьюритизации 71

**ГЛАВА 3. Разработка практических рекомендаций по секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов 79**

3.1. Кредитные фонды как механизм секьюритизации кредитных активов банков 79

3.2. Формирование резервов под возможные потери при учете паев паевых инвестиционных фондов на балансе кредитных организаций 94

3.3 Оптимизация налогообложения на основе паевых инвестиционных фондов. Социальное значение паевых инвестиционных фондов 104

Заключение 120

Список литературы 124

Приложения

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Инвестиционные фонды играют значительную роль в современной экономике, позволяя аккумулировать и перераспределять финансовые ресурсы в наиболее эффективные с точки зрения доходности и надежности сферы экономики, секьюритшировать активы корпоративного и финансового секторов. К числу наиболее перспективных механизмов секьюритизации можно отнести паевые инвестиционные фонды.

В сравнении с зарубежными инвестиционными фондами, паевые инвестиционные фонды (ПИФы) до сих пор не получили широкого распространения в России. Совокупная стоимость активов зарубежных фондов (ЕС и США) за период 2002-2009 гг. выросла в 4 раза - до 9,2 трлн. долл., стоимость активов ПИФов за этот период выросла в 10 раз и оценивается в 20 млрд. долл. На территории США действует более 3 000 инвестиционных фондов, в ЕС - более 2 000, в России на 01.01.2010 г. зарегистрировано 1 100 паевых инвестиционных фондов.

Российские организации и банки используют в основном традиционные заемные схемы секьюритизации кредитных активов, долговые инструменты. Однако механизм секьюритизации может быть использован не только в рамках ипотечного и кредитного рынков. На основе паевых инвестиционных фондов происходит секьюритизация различных активов: недвижимости, прав собственности и интеллектуальных прав, долей в обществах, кредитных и ипотечных портфелей, художественных ценностей. Паевые инвестиционные фонды обладают экономическими преимуществами, устойчивы к кризисным явлениям, способны повышать ликвидность активов.

Традиционные схемы секьюритизации имеют ряд недостатков: сложную инфраструктуру, создающую дополнительные издержки; высокую налоговую нагрузку; непрозрачность для инвесторов и др. В то же время, рынок паевых инвестиционных фондов представляет собой универсальный механизм секьюритизации для оптимизации структуры активов, рефинансирования пассивов предприятий и банков, а также

снижения финансовых рисков.

Однако в настоящее время отсутствует комплексная система оценки и управления рисками паевых инвестиционных фондов, недостаточно разработаны вопросы проведения секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов, что и> определяет актуальность темы диссертационного исследования.

Степень научной разработанности темы исследования.

Теоретические и методические вопросы секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов в современной экономике России являются недостаточно разработанными.

Общие вопросы, связанные с секьюритизацией кредитных активов с помощью традиционных схем, рассмотрены в работах отечественных ученых: Букато В.И., Галанова В.А., Иванова А.П., Колтынюка Б.А., Назаровой Л.Б., Никифоровой В.Д., Федорова А.В, а также в работах зарубежных авторов: Бэра Х.П., Дэвидсона Э., Чинга А., Сандера Э.

Отдельные аспекты теории и практики функционирования паевых инвестиционных фондов отражены в работах Абдуллаева Р.Ф., Барановского Д.А., Жукова Е.Ф., Капитана К.С., Мюювидова В.Д., Космачевой Н.М., Катаева К.С., Котикова В., Натуриной М.Г., Севостьянова И.А., Семенова А.Н., Осипова В.И. Среди исследований зарубежных авторов по проблемам функционирования инвестиционньк фондов следует отметить: Джеймса Н., Котла С, Сороса Дж., Тарпа Ван К.

Вместе с тем, предлагаемые российскими учеными решения охватывают только вопросы общего развития паевых инвестиционных фондов и секьюритизации кредитных активов через традиционные схемы с помощью облигаций. Недостаточно исследованными остаются вопросы, связанные с особенностями секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов, а также определением эффективных методов по управлению рисками секьюритизации, что и определило выбор цели я задач диссертационного исследования.

Цель и задачи диссертационного исследования. Целью диссертационного исследования является разработка и научное обоснование методических положений и практических рекомендаций по

совершенствованию процесса секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов.

Для реализации указанной цели были поставлены и решены следующие задачи:

выявлены тенденции и проблемы развития паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации в сравнении с зарубежными фондами, определены сферы наиболее эффективного использования паевых инвестиционных фондов в качестве механизма секьюритизации;

проведен анализ нормативно-правового регулирования паевых инвестиционных фондов и секьюритизации в Российской Федерации;

обобщены теоретические и методические подходы к организации процесса секьюритизации, изложенные в работах российских и зарубежных авторов;

обоснованы методические положения, раскрывающие сущность и особенности секьюритизации на основе паевых инвестиционных фондов;

разработаны практические рекомендации по секьюритизации активов на основе кредитных фондов.

Предметом исследования является процесс секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов.

Объектом исследования являются паевые инвестиционные фонды.

Теоретическую, методологическую и информационную основу диссертационного исследования составили труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов, посвященные организационным, правовым и экономическим проблемам секьюритизации активов и функционирования паевых инвестиционных фондов, а также работы методического и практического характера, связанные с различными аспектами исследуемой проблемы. В процессе исследования были использованы законодательные и нормативные акты, регламентирующие деятельность паевых инвестиционных фондов. Для решения поставленных задач применялись методы статистических исследований, методы классификаций, структурный анализ, системный подход, обобщение и систематизация.

Научная новизна результатов диссертационного исследования заключается в следующем:

систематизированы цели создания паевых инвестиционных фондов при секьюритизации активов;

уточнено понятие секьюритизации с учетом типа фондов, моделей и признаков секьюритизации; предложено определение секьюритизации на основе паевых инвестиционных фондов;

выявлены и классифицированы рискообразующие факторы и специфические риски, влияющие на эффективность процесса секьюритизации, определены этапы их оценки при управлении паевым инвестиционным фондом;

разработаны методические рекомендации по оценке рисков при секьюритизации активов на основе кредитных фондов;

разработаны методические положения по формированию резервов на балансе кредитных организаций при приобретении паев паевых инвестиционных фондов.

Практическая значимость результатов диссертационного исследования состоит в том, что методические положения, практические рекомендации и выводы, изложенные в работе, могут быть использованы российскими инвестиционными и коммерческими банками, управляющими компаниями и другими участниками финансового рынка для дальнейшего совершенствования и повышения эффективности процесса секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов.

Теоретические результаты диссертационного исследования использованы при проведении занятий по дисциплинам «Финансовые рынки», «Рынок ценных бумаг» в ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный инженерно-экономический университет».

Апробация результатов исследования. Основные положения, выводы и рекомендации были доложены, обсуждены и одобрены на X Межвузовской конференции аспирантов и докторантов «Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе» (Санкт-Петербург, 2008 г.), на II Научном Конгрессе студентов и аспирантов «ИНЖЭКОН - 2009» (Санкт-Петербург, 2009 г.), в ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный инженерно-экономический университет»

и на 14-ой международной научной конференции «Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики» (Санкт-Петербург, 2010 г.) в Санкт-Петербургском государственном университете экономики и финансов.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы.

Во Введении обоснована актуальность темы диссертационного исследования, определены цель и задачи исследования, его предмет и объект, методологическая и информационная база, научная новизна и практическая значимость.

В первой главе - «Проблемы организации и развития секьюритизации на основе паевых инвестиционных фондов» - проведен анализ современного состояния и выявлены проблемы развития паевых инвестиционных фондов, рассмотрен зарубежный и отечественный опыт использования паевых инвестиционных фондов в качестве механизма секьюритизации, уточнено понятие секьюритизации, предложено определение секьюритизации на основе паевых инвестиционных фондов.

Во второй главе - «Методические основы секьюритизации в паевых нвестиционных фондах» -систематизированы цели создания паевого инвестиционного фонда при секьюритизации активов; выявлены и классифицированы виды и факторы специфических рисков, влияющие на процесс секьюритизации, а также этапы их оценки при управлении паевым инвестиционным фондом; разработаны предложения и рекомендации по управлению рисками секьюритизации в паевых инвестиционных фондах.

В третьей главе - «Разработка практических рекомендаций по секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов» -разработаны методические рекомендации по качественной и количественной оценке рисков при секьюритизации активов на основе кредитных фондов, а также по формированию резервов под паи паевых инвестиционных фондов на балансе кредитных организаций, і

В Заключении изложены основные результаты диссертационного исследования.

Публикации. Основные положения диссертационной работы опубликованы в 8 научных работах объемом 1,43 п.л.

## Анализ теоретических подходов к процессу секьюритизации активов на основе паевых инвестиционных фондов

Секьюритизация появилась впервые как способ реализации ипотечной задолженности в начале 70-х годов в США, распространилась в 80-е годы в большинстве развитых стран и ряде стран с переходной экономикой, охватив различные виды активов: ссуды на автомобили, суда, потребительские кредиты, дебиторские счета по кредитным картам, по торговому финансированию, кредиты под недвижимость, муниципальные займы штатов, обеспеченные бюджетными поступлениями [42].

Первоначально под секьюритизацией понимали только реализацию долгов путем трансформации невозвращенных (просроченных) кредитов в дисконтные ценные бумаги, которые могут быть достаточно быстро проданы на вторичном рынке. Постепенно банки стали практиковать трансформацию в ценные бумаги не только невозвращенных (просроченных), но и рискованных кредитов, разделяя риск между несколькими банками. Эволюционируя, понятие секьюритизации вышло за рамки банковской сферы. Секьюритизация стала активно использоваться другими участниками финансового рынка, в частности инвестиционными компаниями и фондами. Расширился список активов, которые могут быть трансформированы в ценные бумаги.

На сегодняшний день не существует единого определения секьюритизации, принятого всеми. Только в Лондоне существует 279 определений секьюритизации [92]. Приведем некоторые из них, известные нам: Морковкин А.Л.: «Секьюритизация: активон кредитной организации многоинституциональные отношения, при которых происходит объединение гомогенных и гетерогенных активов кредитной организации — оригинатора в пулы и их передача на балансовой и внебалансовой основе, защищенному от банкротства специализированному юридическому лицу (СЮЛ) в целях изоляции кредитного риска, а также выпуск ценных бумаг на основе указанного пула активов, обладающих более высоким кредитным качеством, чем кредитное качество кредитной организации - оригинатора» [123. С. 15]. Hans Peter Bar: «Секьюритизация - это механизм, при котором финансовые активы списываются с баланса предприятия, отделяются от остального имущества и передаются специально созданному финансовому посреднику, а затем рефинансируются на денежном рынке или рынке капитала. Секьюритизация активов является подвидом более общего семейства финансирования, в основе которого лежат выделенные активы» [34. С. 39]. Секьюритизация — это инновационная техника (способ) финансирования, при которой: диверсифицированный пул финансовых активов выделяется (списывается) с баланса банка или иного предприятия; приобретает самостоятельность путем передачи специально созданному юридическому лицу (SPV или СЮЛ); которое осуществляет его рефинансирование на международном рынке капиталов посредством выпуска ценных бумаг [94. С. 37]. А. С. Селивановский:: «Секьюритизация представляет собой финансирование или рефинансирование каких либо активов компании, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг» [125. С. 45]. А.А. Богданов: «Секьюритизация означает формирование единого доходного пула из разрозненных активов (зачастую неликвидных, разнородных и неравноценных). При этом участие в таком пуле подтверждается выпуском финансовых инструментов, . которые являются однородными (удостоверяющими равные права в рамках одного выпуска), равноценными (имеющими единую стоимость) и ликвидными ценными бумагами» [104. С. 56]. Е. Ф. Жуков: «Секьюритизация активов - это конверсия долговых требований по выданным кредитам в обращаемые на рынке ценные бумаги» [44. С. 471]. Ни одно из известных нам определений секьюритизации не раскрывает ее суть однозначно, кроме того, не дает представления о секьюритизации на основе механизма ПИФ. В контексте представленных нами определений, секьюритизацию правильнее будет определить как «процесс», а паевой инвестиционный фонд как «механизм». Под механизмом в данном случае понимается последовательность действий, состояний, определяющих процесс или явление. А под процессом - совокупность последовательных действий для достижения какого-либо результата. Результат секьюритизации - это реализация целей, который преследует пайщик (инвестор). Пул активов, объединяемых с помощью секьюритизации может быть как однородным (автомобильные или ипотечные кредиты, сформированных на балансе одной кредитной организации), так и разнородным (разрозненным), либо представлять собой один крупный объект недвижимости или комплекс. Секьюритизированным может быть практически любой вид актива или ценности, в отношении которого можно определить его рыночную стоимость. Большое значение играет оценка не только стоимости, но и рисков (надежности актива). Исходя из этой оценки и возможностей инициатора секыоритизации, выбирается модель (схема секьюритизации, инфраструктура и необходимые инструменты). Для секьюритизации используются различные инструменты — долевые, долговые и производные ценные бумаги, позволяющие реализовать цели организатора, использование облигаций является классической, но не единственной схемой. Секьюритизация активов не представляет собой четко определенной операции и в зависимости от конкретной юрисдикции и потребностей клиента строится на основе индивидуальных, учитывающих конкретную ситуацию подходов, т.е. оказывается «сшитым под заказ» финансовым решением (Tailor Made Financial Solution). Секьюритизация позволяет разделить риски владельца актива и самого актива. Таким образом, можно выделить общие признаки секьюритизации: наличие актива, оцениваемого с точки зрения риска, надежности и возможности приносить доход его владельцу; необходимость передачи (продажи) этого актива, либо разделение имеющихся рисков между участниками процесса секьюритизации; создание инфраструктуры и необходимых инструментов для секьюритизации; фиксация прав владельцев имущества.

При рассмотрении всего множества определений и признаков секьюритизации, во-первых, следует обратить внимание на то, что некоторые из них подчеркивают либо отдельные элементы, как, например, продажу пула активов, использование пула в качестве обеспечения ценных бумаг, либо факт отделения «передачи рисков», однородность или неоднородность пула активов. Во-вторых, существует ряд попыток дать определения, которые охватывали бы все возможные варианты, в том числе сделки, обеспеченные активами, проектное финансирование, сопровождающееся обеспечительной уступкой прав требования [34. С. 37].

## Управление рисками инвестирования в паевых инвестиционных фондах при секьюритизации активов

Любой инвестиционный процесс связан с рисками. Риск — это в первую очередь вероятность потери актива или недополучения планируемого уровня прибыли.

В. Бочаров разделяет риски на системные и несистемные и предлагает классификацию рисков по операциям с ценными бумагами, на основе которой, управление рисками при портфельном инвестировании должно проходить в несколько этапов [29. С. 325 - 331]: 1. Определить и выделить возможные виды риска. 2. Построить модель, характеризующую причинно-следственные связи. 3. Задать вероятностные значения для каждого риска на основе статистических данных за прошлые периоды времени. Глобальное разделение рисков на системные и несистемные (диверсифицируемые и недиверсифицируемые) позволяет, используя заданные показатели доходности и ожидаемого отклонения доходности, достичь необходимого соотношения риск/доходность. Это относится не только к классическому портфелю акции или облигаций, расчет может быть произведен для любого типа активов, имеющих соответствующие показатели.

Паевые фонды недвижимости составляют большую долю рынка ПИФов, в то время как 90% классических сделок по секьюритизации в России проводятся с ипотечными кредитами. Поэтому сегмент недвижимости мы выделяем как основной актив в структуре сделок классической и доверительной секьюритизации.

Далее рассмотрим методы управления рисками для паевого фонда недвижимости. Основной риск для данной категории фондов — ценовой, связан с изменение цен на недвижимость. Таким образом, мероприятия по управлению рисками в фондах недвижимости должны быть направлены на формирование сбалансированного портфеля активов и использование инструментов хеджирования. Приведенные ниже исследования охватывают сегменты жилой и коммерческой недвижимости, сделки по секьюритизации которых осуществляются с помощью паевых инвестиционных фондов недвижимости. Эти сегменты наиболее активно реагируют на изменение спроса и предложения со стороны инвесторов. Проведенный в исследовании анализ основывается -на данных об изменении стоимости квадратного метра жилья по г. Санкт-Петербург за период 2006 - 2009 г.г. (табл. 2.5). На основе этих данным мы можем оценить один из основных финансовых рисков доверительной секьюритизации — ценовой риск. В период с 2006 по 2008 гг., цены на недвижимость демонстрировали повышательную динамику, которая обеспечивалась ростом доходов населения, развитием программ по финансированию жилищных проектов и ипотечного кредитования. Развитие рынка обеспечивала высокая рентабельность проектов, окупающая высокие издержки по обслуживанию долгов застройщиков (рис. 2.7). С началом кризиса в 2008 г. резко сократился объем доступных кредитных ресурсов, ужесточились условия кредитования. Застройщики и девелоперы фактически были отрезаны от кредитного и долгового рынков на фоне значительного снижения спроса. Как правило, рентабельность строительных проектов колеблется на уровне 30 - 50% - это значительные цифры, по сравнению с рентабельностью в торговле продуктами питания — около 20%. Но здесь нужно учитывать временную стоимость денег. Проекты, связанные с недвижимостью требуют значительных вложений капитала, а сроки реализации могут растягиваться на неопределенный период времени (в отсутствии средств для финансирования). Тогда как более низкое значение рентабельности при более высоких темпах оборачиваемости капитала приносит большую прибыль. Для инвестора имеют значение соотношение риска/доходности проекта, а также срок окупаемости. Исходя из этих критериев оценки и принимается инвестиционное решение. Чтобы определить процентное отклонение или дисперсию по портфелю инвестиционных инструментов, рассчитывается дисперсия по каждому инструменту, ковариация и корреляция. Мы будем считать, что фонд формируется из однородных активов, с корреляцией +1. Это не означает, что в фонд не могут быть включены активы с разной корреляцией, с целью уменьшения риска, либо срочные контракты. Однако на конец 2009 г. в России не существовало инструментов для хеджирования рисков, связанных с инвестированием в недвижимость. Что являлось значительным препятствием развития секьюритизации на основе механизма ПИФ. Хеджирование рисков Инвестирование в проекты ЗПИФН связаны с определенными специфическими рисками, касающимися возможного дефолта обязательств застройщика по причинам, не зависящим от него: поставки строительных и расходных материалов (непоставка материалов от производителя) - риск непоставки; изменение стоимости строительных материалов (удорожание цемента, стали, щебня, труб и т.д.) - ценовой риск. изменение валютных курсов на материалы и сырье, приобретаемое за границей — валютный риск. При увеличении стоимости цемента на 1%, стоимость квадратного метра возрастает на 0,5%. Строительство является долгосрочным инвестиционным проектом. В зависимости от сложности и масштабности, реализация может растягиваться на срок 1-5 лет. Бизнес-план, рассчитываемый на основе сметных расходов, включает в себя стоимость материалов и оборудования, которая может значительно увеличиваться за этот период. Это риск для застройщика не только не получить прибыль, но также угроза убыточности проекта. Спрогнозировать риски достаточно сложно, еще сложнее оценить долю случайных факторов. Тем не менее, мы можем предложить застраховаться от рисков хеджированием.

Основная доля расходов при строительстве — это стоимость земли (пятна под застройку) и расходные строительные материалы (70 - 90%) [59].

Решением вопроса может послужить включение в структуру активов фьючерсов на цемент и сталь (при стройке железобетонных конструкций).

В России не практикуется торговля производными финансовыми инструментами на такие активы, как цемент и металлопрокат. Основными контрактами, обращающимися на срочном рынке являются фьючерсы на нефть марки Urals, Brent, авиатопливо, дизельное топливо, драгоценные металлы, сахар, различные индексы. Ежедневный оборот FORTS (секция биржи РТС) составляет более 20 млрд. руб., при этом 99% сделок — это спекулятивные операции.

## Методы управления рисками в паевых инвестиционных фондах в процессе секьюритизации

Функционирование финансовой системы в условиях кризиса (2008 -2009 гг.) требуют от российских участников финансового рынка применения новых стратегий и подходов к решению привычных и вновь появившихся задач и вопросов.

Повышение кредитных рисков, вместе с тем повышение ставок за использование заемных средств и ограничения в доступности ликвидных средств, требуют внедрения новых механизмов взаимодействия участников финансового рынка - таких, как секьюритизация. Кроме того, необходима новая система по управлению кредитными и другими рисками.

Одним из индикаторов состояния финансовой системы страны является покупательная способность потребителя, которая поддерживается государством как напрямую, так и опосредованно — через кредитные механизмы и другие финансовые схемы [86. С. 120].

Уже более года российские банки испытывают проблемы с текущей ликвидностью, а события осени 2008 г. поставили перед всеми участниками рынка банковских услуг ряд острых вопросов, ответы на которые не всегда может дать государство или его монетарные власти.

Попытки восстановить ликвидность банковской системы за счет снижения нормативов по обязательному резервированию и выдачи целевых госкредитов снимают лишь остроту проблем, но не решают их в перспективе. Так, например, действия ЦБ РФ по снижению ставки рефинансирования (9,5% - 31 октября 2009 г., 9% - 25 ноября 2009 г., 7,75% - 1 июня 2010), и меры по поддержанию ликвидности финансового сектора (кредиты ВЭБ) не решают вопроса обеспечения стабильности в долгосрочном периоде.

В текущей ситуации российским банкам требуются максимально эффективные решения следующих задач: снижение издержек, связанных с формированием обязательных резервов по кредитным и ипотечным портфелям (в том числе, по просроченным); секьюритизация кредитных портфелей для целей повышения ликвидности баланса банка; реализация имущества, поступившего банку после реализации кредитных залогов; разработка инновационных механизмов внебалансового кредитования заемщиков. В период кризиса одной из основных проблем банков является неплатежи по кредитам и просроченная кредиторская задолженность. По оценкам ЦБ РФ просроченной задолженности по кредитам на 1 квартал 2009 г. составила от 8% до 14%. Эти показатели характерны для системообразующих банков, активно участвующих в программах кредитования даже в период кризиса с начала августа 2008г. по июль 2009г. -Сбербанк, Уралсиб, ВТБ 24, Газпромбанк. Для средних и мелких банков размер просроченной задолженности может принимать критические значения - до 20% [129].

Проблема осложняется не только просрочкой, для банков ссуда с просрочкой больше 30 дней признается дефолтной. Под такие кредиты банки обязаны формировать 100% резерв. Это дополнительное омертвление средств, плюс к этому резервироваться средства должны также под активы, которые выступают залогом и поступают на баланс банков. Согласно данным ЦЭА «Интерфакс», «Прогноз основных параметров и структуры банковской системы Российской Федерации на 2009 - 2010 гг.», в 2010 г. банки смогут справиться с проблемными активами без дополнительной помощи государства. Несмотря на снижение рентабельности по банковской системе в целом и убытков, продемонстрированных некоторыми банками по итогам первого полугодия (ВТБ, МДМ банк, банк «Санкт-Петербург»), эти показатели в первую очередь связаны с созданием резервов на возможные потери по проблемным ссудам, отмечается в исследовании. В то же время прибыль до начисления резервов у банков продолжает расти. Начисление резервов процесс не бесконечный и, в перспективе 2010 г. доходы банков позволят банкам безболезненно производить резервирование на уровне 4,2% активов в год, сохраняя показатели достаточности капитала на требуемом регулятором уровне (10 -11%). Такой уровень резервирования, при условии стагнации кредитного портфеля, позволит в течение года создать резервы на возможные потери по ссудам в размере 14,7% от кредитного портфеля при 8,9%, сформированными на данный момент (без учета Сбербанка) [106].

Ключевая функция кредитного фонда в нынешних условиях -аккумуляция кредитных портфелей с умеренным и высоким риском невозврата (просрочки), а также размещение имущества, поступающего при обращении взыскания на залог. Кроме того, с помощью кредитных фондов банки реализуют возможность внебалансового кредитования заемщиков.

В активах пайщика кредитного фонда (в т.ч. банка) находятся ценные бумаги в виде инвестиционных паев, а денежные средства, поступающие в погашение кредита и (или) от реализации имущества, на которое обращено взыскание, включаются в состав активов фонда.

Преимущества секьюритизации активов через механизм ПИФа по сравнению с другими методами секьюритизации (через SPV и ООО) были рассмотрены во второй главе настоящей диссертации. Далее будет более подробно рассмотрены возможности использования механизма секьюритизации через кредитный ПИФ и значение данной модели секьюритизации для финансового сектора.

Для банков кредитный фонд — это механизм: управления кредитным портфелем банка или банковского холдинга; секьюритизации кредиторской задолженности; организации внебанковского (внебалансового) кредитования. Применение кредитных фондов не ограничивается банковской сферой, но включает также: создание коллекторских кредитных фондов; создание «квази»-банков; организацию государственной поддержки банков. Далее мы детально рассмотрим механизм работы кредитного фонда, преимущества и недостатки данного вида доверительной секьюритизации. Общую инфраструктуру кредитного фонда и взаимосвязь участников можно представить в виде схемы (рис. 3.1). В обычном режиме фонд функционирует как отдельный банковский счет, на который транзитом через банк-оператор (сервисный агент) поступают денежные средства, уплачиваемые заемщиками в погашение основного долга, начисленных процентов по кредиту, а также пени и штрафов.

## Формирование резервов под возможные потери при учете паев паевых инвестиционных фондов на балансе кредитных организаций

Процесс секьюритизации финансовых активов экономически эффективен при условии, что он не приводит к возникновению дополнительного налогообложения. Действующее законодательство Российской Федерации о налогах и сборах предусматривает обложение участников сделок секьюритизации финансовых активов налогом на добавленную стоимость (НДС) и налогом на прибыль [12].

Инвестирование через ПИФ (закрытые ПИФы венчурных или прямых инвестиций) - выступает аналогом прямого инвестирования в капитал предприятий, активы недвижимости, разработки и проекты венчурного характера.

Налоговый эффект является зачастую определяющим, при прочих равных условиях, когда возможны варианты оптимизации налогообложения через перевод активов недвижимости, являющихся самыми дорогостоящими активами на балансе предприятия, в собственность дочерних обществ с ограниченной ответственность (ООО). ПИФы имеют более широкие возможности и по российскому законодательству не являются юридическим лицом [5].

Вопрос о налогообложении паевых инвестиционных фондов (ПИФов) рассматривается отдельно по двум причинам: во-первых, ПИФы находятся под особенным режимом налогообложения, во-вторых, этот режим позволяет добиться существенного экономического эффекта.

Экономический эффект, обусловлен фактором отложенного налогообложения, в частности применительно к налогу на прибыль организаций, а также юридически обоснованной возможности не уплачивать налог на имущество и операции «внутри» фонда (НДС). При этом под оптимизацией понимается законное использование налогового законодательства, не создающее рисков претензий со стороны налоговых органов. Кроме того, следует отметить, что рассматриваемая оптимизация касается только паевых инвестиционных фондов. Главным фактором, определяющим порядок налогообложения ПИФов, является то, что паевой инвестиционный фонд не признается юридическим лицом и, в соответствии с Налоговым Кодексом Российской Федерации, не может рассматриваться как налогоплательщик [2]. В свое время это порождало много неясностей и противоречий, но на конец 2009 г., был накоплен достаточный материал (письма и разъяснения со стороны МНС, комментарии НАУФОР и ФСФР) по обоснованию налогового статуса ПИФов и практически все они законодательно урегулированы [17].

Рассмотрим порядок налогового регулирования по конкретным налогам применительно к деятельности паевых инвестиционных фондов (табл. 3.9). В период формирования фонда ни у пайщиков, ни у управляющей компании налоговые последствия не возникают. Если формируется закрытый фонд, и в него вносятся не деньги, а иное имущество (например, недвижимость), то согласно законодательству это имущество должно пройти оценку у независимого оценщика. Как правило, оценочная стоимость имущества существенно выше балансовой. Разница между этими оценками не является налогооблагаемой прибылью [16]. В связи с тем, что фонд не является юридическим лицом, плательщиком налога на прибыль он быть не может. Управляющая компания также не может быть плательщиком налога на прибыль, образующуюся в фонде, так как эта прибыль формируется не на ее балансе. Пайщики уплачивают налог на прибыль с дохода при реализации или ином выбытии, в том числе при погашении ценных бумаг (инвестиционных паев). Таким образом, если в период действия фонда пайщик не продает и не погашает свои паи и, кроме того, ему не выплачивается промежуточный доход (что допускается в закрытых фондах), то налог на прибыль, образующуюся в это время в фонде, он не уплачивает [14].

Именно такой подход к налогообложению фондов создает возможность для получения существенного экономического эффекта. Вся прибыль, которая капитализируется и направляется на реинвестирование, выводится из-под налогообложения на период деятельности фонда, она полностью находится в обороте и служит базой для ускоренного роста дохода.

Чтобы оценить возможный экономический эффект, рассмотрим следующий пример.

Допустим, юридическое лицо инвестирует 1 млн. руб. в паевой фонд, время работы которого составляет 5 лет. Одновременно на такую же сумму оно приобретает пакет акций другого юридического лица (далее — Предприятие), облагаемого налогами на стандартных условиях. Примем доходность и в ПИФе, и на Предприятии равной 30% годовых и будем считать, что вся получаемая прибыль капитализируется в течение указанного срока. В конце указанного срока стоимость вложений в ПИФ будет на 40% больше, чем стоимость вложений в Предприятие. А внутренняя норма доходности (IRR) в ПИФ будет на 38% больше по сравнению с внутренней нормой доходности вложений в Предприятие ( табл. 3.10).

При принятии инвестиционных решений ВНД(ПЩ) используется для расчета ставки альтернативных вложений. При выборе из нескольких проектов с разными ВНД, выбирается проект с максимальным значением ВНД [82. С. 656].