

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ: ПРЕПЯТСТВИЯ ДЛЯ РАЗВИТИЯ И МЕРЫ ПО ИХ ПРЕОДОЛЕНИЮ¹

Юрий ДАНИЛОВ

Ведущий научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук. E-mail: danilov-ya@ranepa.ru

В статье рассматриваются основные препятствия для развития российского рынка производных финансовых инструментов и делаются предложения по их преодолению. Набор препятствий для развития срочного рынка отличается от препятствий развитию рынков прочих производных финансовых инструментов. Препятствия для развития срочных рынков были сгруппированы в виде иерархической системы причин, в основе которой оказались ошибки в государственной политике по развитию срочных рынков.

Сложность развития рынков прочих производных финансовых инструментов в значительной мере связана с зафиксированным в российском законодательстве противопоставлением производных финансовых инструментов и ценных бумаг, снижающим гибкость и адекватность регулирования, в результате чего часть рынков производных финансовых инструментов на российские финансовые активы развивалась преимущественно за пределами Российской Федерации. В наборе предложений, представленных в статье, выделены предложения, касающиеся всего рынка производных финансовых инструментов, а также его основных сегментов.

Ключевые слова: производные финансовые инструменты, срочный рынок, препятствия развитию, хеджирование, базисные активы, секьюритизация, структурные продукты, биржевой рынок, ценные бумаги.

Введение

В настоящей статье мы продолжаем анализ проблем развития российского рынка производных финансовых инструментов (далее — ПФИ), начатый в статье «Емкость и структура российского рынка производных финансовых инструментов»². Учитывая, что в указанной статье был сделан вывод о недостаточном уровне развития данного рынка для его полноценного использования экономическими агентами, здесь мы сосредоточимся на основных препятствиях для развития данного рынка и сформулируем предложения по преодолению выявленных препятствий.

Следует отметить, что научные статьи с результатами анализа проблем развития российского рынка ПФИ крайне редко встречаются в отечественной экономической литературе. Анализ же препятствий для развития данного рынка практически отсутствует в научных работах. Фактически единственным примером

исследования препятствий развитию российского рынка ПФИ может служить опрос респондентов из числа крупнейших банков и брокерских фирм, проведенный в 2016 г. саморегулируемой организацией «Национальная финансовая ассоциация». В числе наиболее значимых нерешенных проблем, мешающих развитию срочного рынка, в ходе опроса были названы:

- юридические проблемы (несовершенство или недоработанность законодательной, нормативной базы рынка) — рэнкинг значимости 7,5 (по шкале от 0 до 10);
- налоговые проблемы — 4,9;
- бухгалтерские проблемы (трудности учета) — 4,7;
- отсутствие поддержки в лице государственных органов (Минфина России, Банка России, ФНС) — 4,7;
- отсутствие и доступность необходимой инфраструктуры — 4,7³.

¹ Статья подготовлена по основе научно-исследовательской работы «Анализ развития российского рынка производных финансовых инструментов», выполненной в РАНХиГС в рамках государственного задания.

² Данилов Ю. Емкость и структура российского рынка производных финансовых инструментов // Экономическое развитие России. 2018. № 2. С. 48–59.

³ Пискулов Д.Ю. Российский рынок деривативов в 2016 году: результаты исследования НФА // Деньги и кредит. 2017. № 3. С. 31.

В рамках настоящего исследования мы опирались не только на мнения участников рынка, но также на результаты объективного анализа, во-первых, развития рынков производных финансовых инструментов, которые были представлены в предыдущей статье, во-вторых, научной литературы, специализированных изданий и аналитических материалов финансовых организаций и, в-третьих, сравнений российского и иностранного правового регулирования в части рынка ПФИ.

Строго говоря, препятствия для развития срочных рынков и для развития прочих рынков ПФИ в России оказались различными (несмотря на наличие ряда пересечений), поэтому мы их рассматриваем раздельно.

Препятствия для развития срочных рынков в России

По итогам проведенного анализа были выявлены многочисленные разноуровневые препятствия для развития срочных рынков в Российской Федерации. В связи с этим потребовалось провести иерархическую реквалификацию выявленных препятствий, в результате которой была предложена система логически связанных препятствий, сгруппированных по разным уровням. (См. рис. 1.)

Все препятствия для развития срочных рынков, в конечном счете, проявляются на уровне спроса и предложения данных рынков: 1) на стороне потребителей услуг хеджирования из реального сектора экономики и 2) на стороне инвесторов, хеджеров и спекулянтов, представляющих собственно финансовый сектор и сектор домохозяйств. Влияние на первую сторону можно описать как ограниченность спроса реального сектора на услуги хеджирования либо как крайне малый охват главной группы конечных потребителей услуг рынка производных финансовых инструментов —

предприятий реального сектора. На вторую сторону негативно влияет группа факторов, ограничивающих участие финансовых организаций и домохозяйств в операциях с производными финансовыми инструментами.

Мы выделили 9 факторов, которые непосредственно и негативно влияют либо на одну из сторон рынка производных финансовых инструментов, либо на обе стороны этого рынка (препятствия первого уровня):

1) узкий спектр обращающихся на срочном рынке инструментов, ведущий к существенному сужению перечня хеджируемых рисков; отсутствие многих сегментов рынка производных финансовых инструментов в целом; неразвитость ряда существующих сегментов рынка;

2) низкая финансовая грамотность — особенно менеджеров предприятий реального сектора, которые потенциально могли бы быть основными потребителями услуг хеджирования на срочных рынках;

3) юридические и налоговые риски;

4) проблема гарантии исполнения сделок, в том числе вследствие существующего опыта судебной практики;

5) недостатки торговых и инфраструктурных технологий срочного рынка (мало инструментов управления рисками в условиях господства алготрейдинга⁴; нет привычной для иностранных участников инфраструктуры);

6) низкая срочность инструментов срочного рынка, не позволяющая осуществлять долгосрочное хеджирование;

7) неравенство сектора срочного рынка и в целом рынка ПФИ в конкурентной борьбе как с другими юрисдикциями, так и с параллельным рынком услуг форекс-дилеров;

8) необоснованные многочисленные ограничения на участие в операциях с производными финансовыми инструментами — как

⁴ Алготрейдинг (алгоритмический трейдинг) — технология торговли на финансовых рынках, предполагающая использование формализованных (запрограммированных) алгоритмов, предопределяющих выставление заявок в зависимости от определенных рыночных параметров. Является источником ряда дополнительных рисков, включая операционные (связанные с перегрузкой торговых систем), а также риски волатильности и ликвидности (которые могут реализовываться при неправильно подобранных алгоритмах).

по отношению к мелким частным спекулянтам, представляющим сектор домохозяйств, так и по отношению к институциональным инвесторам;

9) низкая прозрачность срочного рынка — не только внебиржевого, но отчасти и биржевого его сегментов.

В основе представленных факторов лежат факторы следующего уровня, среди которых необходимо выделить:

1) отсутствие инфраструктуры, необходимой для нормального функционирования срочного товарного рынка;

2) невовлеченность значительной части активов, потенциальных базисных активов ПФИ, в финансовый оборот;

3) неоптимальность налогообложения по отношению к сектору ПФИ;

4) неполнота и нечеткость законодательного и нормативного регулирования данного сектора, ведущие к неопределенности в части юридических рисков (в том числе судебных), налогообложения, учета и т.д.

Как представляется, в основе многих факторов как первого, так и второго уровня лежат разные причины, которые в большинстве своем сводятся к ошибкам в государственной политике в отношении срочных рынков. Кроме того, в качестве причины необоснованных ограничений на участие в операциях с ПФИ следует также указать на ориентацию регулятора преимущественно на запреты, нежели на создание нормальной системы регулирования и надзора. Ошибки в государственной политике по развитию срочных рынков в значительной мере связаны с нежеланием учитывать соответствующий зарубежный опыт, а также с отсутствием срочного рынка в приоритетах развития финансового рынка.

Представленная блок-схема основных препятствий для развития срочного рынка в России

является на сегодняшний день наиболее развернутой картиной наблюдаемых препятствий, которая может стать основой для комплексной программы развития срочного рынка и составной частью которой могут стать меры по преодолению отмеченных препятствий.

Препятствия для развития прочих рынков ПФИ в России

Как уже отмечалось, расхождение между кругом финансовых инструментов, являющихся ПФИ в силу своей экономической природы, и кругом инструментов, понимаемых в качестве ПФИ согласно действующим в России нормативным актам, является серьезной проблемой для развития рынков этих инструментов⁵. Вследствие этого, в частности, не имеют должной нормативной основы для развития в России многие структурные продукты, что не способствует развитию их рынков в стране. Еще целый ряд видов ПФИ (например, кредитные деривативы и климатические деривативы) для того, чтобы стать ПФИ не только экономически, но и юридически, должны быть специально квалифицированы в качестве таковых регулятором.

В рамках российского регулирования ПФИ противопоставляются ценным бумагам⁶. Грань между ценными бумагами и ПФИ проведена более жестко, чем в других юрисдикциях, и российская версия такого деления предполагает относительно меньшее поле для ПФИ.

Проблеме возможного пересечения множества ценных бумаг с множеством ПФИ уделяется значительное внимание в Справочнике по статистике ценных бумаг Международного валютного фонда (МВФ), Банка международных расчетов (БМР) и Европейского центрального банка (ЕЦБ).

В частности, в Справочнике подробно рассматриваются структурные продукты. Структу-

⁵ Данилов Ю. Емкость и структура российского рынка производных финансовых инструментов // Экономическое развитие России. 2018. № 2. С. 48–59.

⁶ В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» производный финансовый инструмент — разновидность финансового инструмента (ст. 2, ч. 28). Следовательно, законом определено, что финансовым инструментом может быть либо ценная бумага, либо производный финансовый инструмент.

рированная долговая ценная бумага обычно сочетает в себе свойства долговой ценной бумаги (или корзины долговых ценных бумаг) со свойствами ПФИ (или корзиной ПФИ). При этом ПФИ (корзина РФИ), как правило, встроены в структурированную ценную бумагу и, следовательно, неотделимы от долговой ценной бумаги. Когда компоненты долговой ценной бумаги и ПФИ отделяются друг от друга, они должны классифицироваться соответствующим образом. Однако если они не могут быть отделены один от другого, инструмент должен оцениваться и классифицироваться в соответствии с его первичными характеристиками либо как долговая ценная бумага, либо как ПФИ⁷.

Более жесткое разделение между ценными бумагами и ПФИ, зафиксированное в российском законодательстве, в значительной мере предопределяет преимущества иностранных рынков, регулирование которых следует более гибкому подходу, рекомендуемому международными организациями, перед внутрироссийским рынком ПФИ.

Кроме этого препятствия развитию рынков ПФИ в России, которое мы склонны считать базовым, существуют и другие препятствия, которые можно увидеть на примере формирования рынков ПФИ на российские базисные активы за пределами Российской Федерации. К наиболее крупным рынкам такого рода следует отнести: рынки ETF; инвестиционных сертификатов и других секьюритизированных ПФИ; различного рода инструментов секьюритизации (в том числе основанных на активах; инструментов ипотечной секьюритизации; CLN и других инструментов «кредитной» секьюритизации); кредитных деривативов (CDS и других подобных инструментов). В отдельных случаях весь рынок ПФИ определенного рода на российские активы находится за пределами Российской Федерации, но, как правило, сосуществуют внутренний и иностранный рынки ПФИ на российские активы.

Сектор структурированных инструментов характеризуется наибольшим переплетением внутреннего и внешнего рынков. При этом может наблюдаться любое сочетание трех основных параметров резидентности (резидентной принадлежности): юрисдикции активов, лежащих в основе таких инструментов; юрисдикции эмитента структурированного продукта и, соответственно, юрисдикции выпуска данного инструмента; юрисдикции обращения структурного инструмента. Следует отметить, что переплетение внутреннего и внешнего рынков в сегменте структурированных инструментов часто выстраивается по принципу «выноса за рубеж» наиболее важного звена, в котором формируется доход, требующий защиты от несовершенства российского правоприменения. Крайние же звенья цепочки, выстраиваемой при разработке такого структурированного инструмента, находятся в России.

Основными факторами, предопределяющими сохранение иностранных рынков ПФИ на российские активы (и, соответственно, препятствиями для развития таких рынков в России), на наш взгляд, являются:

- наличие в иностранных юрисдикциях более детализированного и, самое главное, более гибкого регулирования отдельных инструментов секьюритизации и сложных структурированных продуктов, позволяющее существенно снизить уровень неопределенности правового статуса сделок, инструментов и прав держателей по сравнению с российским регулированием;
- значительно менее благоприятный инвестиционный климат в России по сравнению с теми юрисдикциями, в которых заключаются крупные сделки займа (включая синдицированное кредитование), что формирует стимулы к переносу таких операций за пределы Российской Федерации и, соответственно, к проведению секьюритиза-

⁷ Handbook on securities statistics / International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015. P. 20.

ции (и/или к созданию структурированных продуктов в связи с такими операциями) в иностранных юрисдикциях;

- общий более высокий уровень защиты прав инвесторов в Великобритании и в других юрисдикциях Соединенного Королевства, в которых проводятся сделки по секьюритизации российских активов, по сравнению с российскими условиями (в том числе вследствие наличия независимых судов с профессиональными составами);
- более широкий спектр рисков на российские активы, предлагаемые в иностранных юрисдикциях к продаже посредством ПФИ;
- наличие большого объема капитала, вывезенного из России (и не предполагаемого к возвращению), при инвестировании которого принимается во внимание знание специфики российских активов;
- более высокий уровень транзакционных издержек, сопровождающих сделки секьюритизации и инвестирование в ETF в России, по сравнению с иностранными юрисдикциями;
- наличие необоснованных запретов на инвестиции в отдельные инструменты, действующих на российской территории в отношении крупнейших групп инвесторов;
- существующая в большинстве иностранных юрисдикций более гибкая политика резервирования в отношении коммерческих банков, создающая дополнительные стимулы для применения ими ПФИ в различных целях;
- для ряда юрисдикций – рассмотрение ПФИ (включая инструменты секьюритизации и структурированные продукты) как единых сложных инструментов, а не как договоров или набора договоров, как в российском правовом поле;
- для ряда рынков – большая их ликвидность, предполагающая более высокую

концентрацию спроса на ПФИ на российские активы;

- большая определенность в отношении налоговых вопросов.

Отметим, что единственная ранее опубликованная версия иерархии препятствий для развития рынков структурных продуктов в России⁸ в значительной мере совпадает с нашим видением данной проблемы. При этом автор в качестве наиболее распространенного на практике способа преодоления законодательных проблем (включая проблемы неопределенности налогообложения) прямо указывает на заключение соответствующих сделок в офшорной юрисдикции.

В последние годы проявилась тенденция к возвращению операций с ПФИ на российские активы в правовое поле Российской Федерации. Поэтому мы имеем возможность выделить не только факторы, лежащие в основе формирования иностранных рынков ПФИ на российские активы, но и факторы, определяющие сокращение доли иностранных рынков в операциях с такими инструментами. К последним следует отнести, по крайней мере, две группы факторов:

- создание необходимой законодательной базы секьюритизации в российской юрисдикции, важным элементом которой стало оформление возможности «упаковать» российские активы в секьюритизированные инструменты на безналоговой основе;
- формирование торгово-расчетной инфраструктуры на российском рынке ценных бумаг, отвечающей требованиям глобальных консервативных инвесторов (вследствие введения в действие законов о центральном депозитарии, о клиринге и об организованных торгах, а также подзаконных актов, изданных в развитие этих законов).

По другим сегментам рынка ПФИ (ETF; структурные продукты; кредитные деривати-

⁸ Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга: дисс.... канд. экон. наук. – М., 2007. С. 85–92.

вы) тенденции перемещения операций на российские рынки пока не наблюдается. Как представляется, причинами этого могут быть:

- отсутствие необходимого правового регулирования (в том числе отказ российских законодателей рассматривать большинство из этих инструментов в качестве ПФИ и, соответственно, отсутствие судебной защиты в российской юрисдикции);
- неопределенность отдельных налоговых вопросов в отношении части из этих инструментов; неопределенность политики резервирования.

Кроме того, значительное влияние на развитие рынков именно этих производных финансовых инструментов оказывают «мета-проблемы» — плохой инвестиционный климат в стране; низкий уровень доверия ко всем госинститутам, к финансовым рынкам и др.; низкое качество государственных институтов (налоговых и судебных органов и т.д.).

В попытке обобщить все сделанные нами выводы (как в отношении факторов, определяющих формирование рынков ПФИ в той или иной юрисдикции, так и в отношении факторов, влияющих на перераспределение этих рынков между юрисдикциями) можно указать на наиболее важные (критические) факторы, оказывающие в той или иной степени универсальное воздействие на рынки ПФИ:

- наличие адекватного, детального и гибкого правового регулирования, включая налоговое регулирование;

- наличие судебной защиты и эффективных судебных институтов;
- наличие эффективно функционирующих финансовых рынков, в том числе современной рыночной инфраструктуры, одобренной глобальными участниками финансовых рынков.

Предложения по преодолению препятствий для развития рынков ПФИ в России

Разработанный нами комплекс предложений по развитию рынков ПФИ в России состоит из нескольких блоков, взаимосвязь между которыми схематично представлена на рис. 2.

Среди проблем, связанных со сложившимися **концептуальными основами законодательного регулирования рынка ПФИ**, важнейшими являются излишне узкий круг инструментов, законодательно описываемых в качестве ПФИ, и излишне жесткое разделение финансовых инструментов на ценные бумаги и на ПФИ. Основой для решения этих проблем, на наш взгляд, должен стать подход, заложенный в Справочнике по статистике ценных бумаг МВФ, БМР и ЕЦБ и реализованный в ряде стран с развитыми рынками.

Это позволит, сохраняя в целом действующую в России законодательную концепцию ПФИ как договоров, придать ей большую гибкость. Такой подход аналогичен подходу, реализуемому в других национальных законодательных концепциях ПФИ, которые, рассмат-

Рис. 2. Взаимосвязь блоков мер по развитию рынков ПФИ в России

Рынки ПФИ				
Сложившиеся функционирующие сегменты	Срочные рынки		Отсутствующие в России сегменты	Прочие рынки ПФИ
	Процентный	Товарный		
	Дополнительные меры по ускорению развития	Меры по формированию		Меры по развитию
Предложения по развитию срочных рынков (всех сегментов)				
Предложения по развитию концептуальных основ законодательного регулирования рынков ПФИ в России				

Источник: составлено автором.

ривая ПФИ как договоры, предполагают в ряде случаев возможность применения к ним правил (например, налоговых), применяемых к ценным бумагам. На наш взгляд, это позволит избежать нагромождения тех уточнений и изъятий из общих правил, которые необходимы для того, чтобы обеспечить дальнейшее развитие срочных рынков (в первую очередь — срочного товарного) в Российской Федерации.

По нашему мнению, целесообразно распространить на структуризированные продукты (включая инструменты секьюритизации и секьюритизированные деривативы), ETF и депозитарные расписки, по крайней мере, отдельные нормы, касающиеся регулирования рынков ПФИ. Наиболее важными в данном контексте представляются нормы, способствующие установлению однозначно трактуемого эффективного режима налогообложения и формированию эффективной системы защиты интересов инвесторов в эти финансовые инструменты.

Для этого необходимо обеспечить закрепление в российском законодательстве нормы о двойственном характере данных инструментов, проявляющих как свойства ценных бумаг, так и ПФИ. Это даст возможность трактовать отдельные виды ценных бумаг как ПФИ, позволяя подходить к ним именно с этой точки зрения при решении вопросов о раскрытии информации, риск-профилировании потенциального инвестора, управлении рисками, резервировании, учете и налогообложении.

Для развития **срочных рынков**, адекватных целям и задачам развития экономики, необходимо, во-первых, устранить те препятствия, которые мешают этому процессу, и, во-

вторых, стимулировать его — особенно развитие тех секторов, которые в настоящее время отсутствуют на российском рынке либо развиваются крайне медленно.

Для устранения препятствий развитию срочного рынка необходимо:

1) обеспечить безусловное гарантирование исполнения срочных договоров, являющихся ПФИ, на основе создания специального финансового суда (суда со специальным составом судей, обладающих соответствующим уровнем квалификации) и обеспечения его независимости;

2) преодолеть неполноту и нечеткость законодательного и нормативного регулирования срочных рынков и срочных инструментов, включая сферу налогообложения;

3) реализовать комплексную программу повышения финансовой грамотности, в том числе менеджеров предприятий реального сектора и частных инвесторов;

4) предусмотреть отказ регулятора от прямолинейных запретов на участие в операциях со срочными инструментами отдельных категорий инвесторов и перейти к более гибкому регулированию операций на срочном рынке⁹;

5) устранить дискриминацию срочного рынка со стороны конкурирующего с ним сегмента финансового рынка форекс-дилеров;

б) повысить прозрачность рынка ПФИ в России (в том числе биржевого его сегмента), обеспечив всем категориям инвесторов, спекулянтам и хеджерам возможность получать без дополнительных издержек всю информацию, необходимую для принятия обоснованных решений¹⁰;

⁹ В отношении всех институциональных инвесторов инвестирование в инструменты срочного рынка должно быть разрешено при условии, что эти инструменты будут использоваться ими в целях хеджирования и что такое использование может быть оправданно с точки зрения принципов «разумного инвестора»; в отношении отдельных категорий институциональных инвесторов (инвестиционные декларации которых предусматривают повышенный уровень риска) должно быть разрешено инвестирование в инструменты срочного рынка с целью извлечения спекулятивной прибыли при соблюдении ими определенных пропорций, вытекающих из принципов «разумного инвестора»; в отношении домохозяйств инвестирование в инструменты срочного рынка должно быть разрешено с учетом их риск-профилирования.

¹⁰ Включая информацию о динамике открытых позиций в любом временном фрейме; информацию о ежедневных объемах торгов как по каждому отдельному контракту, так и по аналитическим группам контрактов; информацию о распределении открытых позиций между отдельными категориями участников — т.е. всю ту информацию, которую иностранные срочные биржи и/или иностранные регуляторы срочных рынков без ограничений раскрывают в режиме онлайн.

7) предусмотреть, что развитие срочного рынка должно стать одним из приоритетов развития финансового рынка России.

Из существующих в России сегментов срочного рынка в развитии наиболее заметно отстают процентные и товарные инструменты. Для обеспечения их надлежащего развития необходимы дополнительные меры по отношению к соответствующим сегментам. Детальное описание этих мер выходит за рамки настоящей статьи, но следует привести здесь основные направления таких мер.

Для ускорения развития срочного биржевого процентного рынка и превращения его в заметный сегмент срочного рынка требуются:

- перемещение на биржевой сегмент части сделок из внебиржевого сегмента за счет стимулирования программ маркет-мейкерства; изменений в налогообложении операций с процентными деривативами, проводимых в целях хеджирования; создания различных режимов для учета и резервирования процентных деривативов, обращающихся и не обращающихся на биржевом рынке;
- активизация использования плавающих ставок в деловом обороте за счет политики эмитентов государственных и муниципальных ценных бумаг, нацеленной на все более интенсивное использование процентных ставок при установлении купонного дохода; выпуска облигаций (особенно федеральных), доходность которых привязана к макроэкономическим бенчмаркам, в том числе связанным с параметрами процентного рынка.

Срочный товарный рынок существенно отличается от других срочных рынков большим количеством факторов, завязанных на физическую поставку товара. Он весьма чувствителен к проблемам хранения и транспортировки товара, наличия ограничений инфраструктурного характера, передачи товара от продавца к покупателю, стандартизации технических характеристик товара и т.д. Для ускорения его развития требуются:

- оптимизация базиса поставки;
- объединение в срочном контракте услуг на поставку товара с услугами на его транспортировку;
- секьюритизация и дигитализация процесса поставки товара в порядке исполнения срочного контракта;
- специальные меры по повышению ликвидности срочных биржевых товарных рынков;
- стимулирование повышения доли биржевой торговли на рынках типично биржевых товаров посредством квотирования экспортных поставок и переноса части объемов государственных товарных интервенций на срочные рынки;
- решение проблем налогообложения, возникающих при функционировании срочных биржевых товарных рынков, а также отдельных проблем валютного и таможенного регулирования.

Для развития **внутренних рынков структурированных продуктов** наиболее важными мерами являются следующие:

- специальная регистрация части таких инструментов как инструментов с повышенным уровнем риска (в том числе структурированных депозитов);
- ужесточение требований к раскрытию информации по структурированным продуктам и к риск-менеджменту в целом;
- обеспечение листинга и вторичного обращения структурированных продуктов на российских биржах;
- стимулирование расширения предложения структурированных продуктов.

В последние годы в стране были созданы необходимые законодательные основы для эффективного проведения **секьюритизации в рамках российской юрисдикции**. Это не замедлило сказаться на перераспределении в пользу последней рынка сделок секьюритизации российских активов. Вместе с этим профессиональным сообществом были осознаны нерешенные проблемы, которые продолжают оставаться препятствиями для дальнейшего

роста объемов секьюритизации российских активов. Для их решения необходимы:

- расширение перечня активов, которые могут являться предметом залога в процессах секьюритизации, за счет включения в поле потенциальной секьюритизации следующих групп активов: земельных участков, неизвлеченных полезных ископаемых, лицензий, отдельных видов интеллектуальной собственности, драгоценных металлов, квот (в том числе транспортных), товаров на складе и т.д.¹¹;
- снижение трансакционных издержек секьюритизации, в том числе за счет нормативно регулируемых (например, маржа банка-оригинатора);
- создание всех необходимых предпосылок для формирования организованных рынков активов, являющихся основой для секьюритизации (выступающих в качестве базисных активов ПФИ), вслед за усилиями регулятора по определению правил формирования ценовых индикаторов¹². ■

¹¹ Данилов Ю., Буклемишев О., Абрамов А. О необходимости реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора // Вопросы экономики. 2017. № 9. С. 41–42.

¹² В этом направлении следует отметить те меры, которые предпринял Банк России по установлению требований к качеству формирования финансовых индикаторов (см. Информационное письмо Банка России от 30.09.2015 г. № 06-51/8518 «Об оценке качества формирования финансовых индикаторов и качества функционирования организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов») и к качеству функционирования ценовых центров (см. Информационное сообщение Банка России от 25.11.2015 г. «Об оценке качества функционирования ценовых центров»).