Карина УТЕШЕВА,
старший юрист,
Экосистема LECAP

«Государственная секьюритизация», или Финансовый механизм отмены крепостного права

Современная секьюритизация — выпуск ценных бумаг, выплаты по которым привязаны к заранее определенному активу, — нашла яркий прообраз в реформе 1861 г. Нельзя утверждать, что реформа по отмене крепостного права является отправной точкой развития института секьюритизации в России, однако при рассмотрении предпосылок реформы, а также механизма ее реализации нельзя не заметить определенного сходства. В отличие от современной секьюритизации, которая преобразует денежные потоки от кредитов и активов в ценные бумаги, «секьюритизация» 1861 г. по сути означала использование рабочего потенциала крестьян как залога для получения государственных ссуд: денежные обязательства крестьян были трансформированы в финансовые активы, обеспеченные займами и государственными гарантиями.

В настоящей статье мы расскажем подробнее об этом прорывном финансовом и социальном механизме, ставшем своего рода предтечей российской секьюритизации, который на десятилетия определил экономическое развитие и социальные противоречия в стране.

В 1754 г. по указу Елизаветы Петровны в целях поддержания опоры самодержавия был создан Дворянский банк, выдававший ссуды с существенным дисконтом дворянам под залог — сначала крепостных душ, а позже — целых хозяйств с крепостными. Апогей системы был достигнут при Екатерине II, когда система была полностью институционализирована и стандартизирована: ввели единые оценочные стоимости души, а при банке открыли Страховую экспедицию для обязательного страхования заложенных городских домов от пожаров, что повысило качество всей залоговой

массы. **Это было революционное нововведение, которое преобразило залоговую массу в ликвидный финансовый инструмент, аналогичный современным ценным бумагам с покрытием.** Страховые взносы от обязательного страхования заложенных домов шли в Дворянский банк, снижая его финансовые риски и позволяя активнее кредитовать дворянство: взносы формировали страховой фонд, который покрывал потенциальные убытки от пожаров, снижая общий риск портфеля кредитов и позволяя банку расширять выдачу ссуд без повышения ставок. Проблема в концентрации риска на кредиторе не возникала, поскольку Страховая экспедиция была отдельным изолированным операционным юнитом. Рискованный залог становился «залогом с гарантией качества»: при пожаре банк получал страховую выплату, покрывавшую ссуду, и мог продать остатки имущества без финансовых потерь, минимизируя простои. Это сделало ссуды под залог имений с крепостными привлекательнее (по примеру с современными отечественными ипотечными ценными бумагами с обязательным страхованием предмета залога).

Описанная выше система финансирования через Дворянский банк себя изжила к середине XIX века. Огромная закредитованность помещиков привела к тому, что к 1858 г. 2/3 крестьян принадлежали им только номинально, фактически же совладельцем был Дворянский заемный банк (позднее — Государственный заемный банк), выдававший ссуды под залог крепостных душ и рухнувший к 1860 г. в результате невозврата средств помещиками и массовых мошенничеств «по схеме Чичикова» с привлечением кредитов под залог несуществующих «мертвых душ».

После отмены крепостного права в 1861 г. и введения выкупных платежей система залога крепостных душ трансформировалась в практически полноценный аналог секьюритизации.

Реформа провозгласила личную свободу крестьян, передав им землю в обмен на выкупные платежи. Выкупная сумма, которую крестьяне должны были выплачивать государству в течение 49 лет, была рассчитана не из рыночной стоимости земли, а исходя из величины оброка, который помещик получал до реформы. Оброк был капитализирован под 6%. Государство единовременно выплачивало помещикам 80% выкупной суммы, а остальные 20% они получали непосредственно от крестьян. При этом из суммы, выдаваемой государством помещикам, автоматически вычитались долги имения перед казной и спасали его от банкротства, что по итогу стабилизировало положение дворянства как опоры самодержавия. Реформа списывала колоссальные долги дворян перед государством (либо же обеспечивала их крупным единовременным капиталом) и перекладывала бремя выплат на крестьян на десятилетия вперед.

Экономической спецификой реформы стал выпуск особенных «ценных бумаг». Упомянутые выше 80% выкупной суммы не выплачивались деньгами: были предусмотрены так называемые выкупные свидетельства и банковские билеты — по сути, государственные ценные бумаги (облигации) на предъявителя, приносившие 5% годового дохода, отличавшиеся по ликвидности, форме передачи и срокам обмена. Выкупные свидетельства не имели свободного обращения на бирже и предназначались для долгосрочного удержания у землевладельцев, предусматривали выплату процентов и погашались поэтапно в течение 15 лет путем обмена на банковские билеты. Банковские билеты свободно обращались на рынке как обычные деньги, их можно было обменять на наличные по номиналу или продать на бирже. Билеты существовали дольше свидетельств, но могли быть погашены быстрее за счет возможности погашения через тираж. Билеты обеспечивали помещиков ликвидным активом, в то время как свидетельства фиксировали долгосрочный доход. Полное погашение свидетельств завершилось к 1890 г. (выдача прекращена в 1874-м, обмен — с 1875-го), после чего помещики владели только билетами, подлежащими тиражному погашению. **Это позволяло государству контролировать денежный оборот и поддерживать помещиков доходом от процентов, обеспеченных выкупными платежами крестьян.** Поскольку государство брало на себя кредитный риск, такие «ценные бумаги» можно сравнить с современными mortgage-backed securities со страхованием качества (например, облигациями ипотечного фонда США Государственной Национальной Ипотеч-

ной Ассоциации Ginnie Mae, которая предоставляет гарантии правительства США).

Таким образом, реформа по введению «выкупных платежей» отразила следующие черты секьюритизации:

1. Выделенный актив. Для государства и финансовой системы таким «активом» была обязанность крестьян платить оброк помещику, в результате реформы замененный на выкупной платеж. Это был будущий кеш-флоу (cash flow), привязанный к конкретному человеку и земле, но не торгуемый на рынке.

2. Выпуск «ценных бумаг». Государство фактически выпустило долговые обязательства, обеспеченные будущими платежами крестьян. Помещики могли их продать, получить наличные или жить на проценты.

3. Образование пула и структурирование. Через выкупную операцию были объединены миллионы будущих платежей (оброков) в один огромный общенациональный пул. Государство выкупило у помещиков этот поток доходов, преобразовав его в государственный долг крестьян со ставкой 6% годовых, из которых 5.5% покрывали платежи по ценным бумагам, выданным помещикам (5% на бумаги + 0.5% амортизация), а 0.5% шли на административные расходы реформы. Это обеспечивало баланс: крестьяне платили чуть больше рыночной нормы (оброк был ниже), а государство финансировало операцию без бюджетного дефицита.

Однако концепция секьюритизации выкупных платежей не только раскрывает финансовую суть реформы 1861 г. как предтечу современных инструментов, но и подчеркивает ее двойственную природу: инновационный механизм стабилизации элиты через трансформацию крепостного труда в ликвидные активы, обеспеченные государственными гарантиями. От залоговых душ в Дворянском банке и Страховой экспедиции 1786 г. до выкупных свидетельств — эта система эволюционировала, минимизируя риски через институциональные гарантии. **Можно сказать, что реформа 1861 г. стала своего рода сделкой секьюритизации на государственном уровне.**

Однако исход секьюритизации выкупных платежей оказался неоднозначным, завершившись отменой выкупных платежей в 1905–1907 гг. под давлением Революции и обнищания крестьян, превратив операцию из прибыльной в убыточную (списание 1.674 млрд рублей долга, убыток бюджета — 386 млн рублей, или 5.5% годового бюджета). Это с одной стороны. С другой — миллионы людей обрели личную свободу, гражданские права, что открыло путь к предпринимательству, кооперации и самоуправлению в деревнях, реформа создала рынок свободной рабочей силы, что удвоило промышленное производство, заложила основу для формирования рыночных отношений и модернизации экономики.

Современная ипотечная секьюритизация хоть и сильно отличается от своего 200-летнего прообраза, но демонстрирует некоторую схожесть модели. В России однотраншевые выпуски ипотечных ценных бумаг, обеспеченных поручительством ДОМ.РФ, являются основой отечественного рынка секьюритизации и формируют более 99% российского рынка ипотечной секьюритизации. Объем ипотечных ценных бумаг с поручительством ДОМ.РФ в обращении по итогам 9 месяцев 2025 г. составил 1.9 трлн рублей. В США государственные предприятия, такие как Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae, играют преимущественную роль на рынке секьюритизации ипотеки в mortgage-backed securities (MBS) объемом $13–14 трлн (2024 г.). Эти программы, как и реформа 1861-го, превращают активы в торгуемые инструменты, балансируя интересы государства, банков и заемщиков.

Вместо заключения хотелось бы отметить, что рассмотрение реформы 1861 г. в разрезе секьюритизации позволяет сделать вывод о ее схожести с конструкциями современных финансовых инструментов. Революция 1905-го напомнила о системных уязвимостях: отмена выкупных платежей обрушила модель, ускорила кризис и социальный взрыв. **Высокая процентная ставка, привязанная не к рыночной стоимости земли, а к оброку, способствовала эскалации неразрешимых социальных противоречий, которые отчасти отразились в революционных движениях.** К счастью, сегодняшние аналоги устойчивее благодаря стресс-тестам и субординации траншей, секьюритизация остается мощным рычагом капитализации, но требует баланса между прибылью и социальной устойчивостью — иначе «активы» (души или кредиты) обесценятся под давлением реальности.