

Дзюха В.М.,
доктор экономических наук, Заслуженный работник высшей школы РФ, профессор кафедры «Инновационного менеджмента и предпринимательства» Ростовского государственного экономического университета (РИНХ)

Кокин А.Н.,
кандидат экономических наук, доцент кафедры «Инновационного менеджмента и предпринимательства» Ростовского государственного экономического университета (РИНХ)

ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ КАК ИНВЕСТИЦИОННОГО ИНСТРУМЕНТА ИНФРАСТРУКТУРНОГО РАЗВИТИЯ

В статье в качестве значимых для инфраструктурных проектов достоинств секьюритизации выделяется возможность использования мало ликвидных активов для выпуска ценных бумаг и привлечения инвестиционных средств. Основной недостаток секьюритизации – сложная и многоэтапная организационная работа – предлагается преодолевать в рамках деятельности по образованию новых интегрированных структур предпринимательства, развитие которых важно не только для использования современных финансовых инструментов, но и для становления рыночных механизмов в данной сфере экономики.

Ключевые слова: инвестиции, инфраструктурное предпринимательство, интеграция бизнеса, ценные бумаги.

Dzhukha V.M., Kokin A.N.

ADVANTAGES AND SHORTCOMINGS OF SECURITIZATION AS INVESTMENT INSTRUMENT OF INFRASTRUCTURE DEVELOPMENT

In article as advantages of securitization, significant for infrastructure projects, few liquid assets for issue of securities and attraction of investment means are allocated possibility of use. Difficult and multistage or-

ganizational work – is offered to overcome the main lack of securitization within activity by training of the new integrated structures of business which development is important not only for use of modern financial instruments, but also for formation of market mechanisms in this sphere of economy.

Keywords: investments, infrastructure business, business integration, securities.

Секьюритизация является одним из достаточно новых и эффективных приемов финансирования проектов в различных сферах хозяйственной деятельности, а сам термин зародился в процессе развития финансово-инвестиционной деятельности зарубежных банков и как указывают специалисты, он был использован в деловой прессе в 1977 г. при анализе выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам [1]. Однозначной трактовки данного термина нет [1] и зарубежные специалисты отмечают: «Возможно, только в Лондоне в настоящее время существует 279 определений секьюритизации» [2]. В то же время, несмотря на формирование различных определений, они содержательно едины, независимо от того, какие параметры выделяют различные авторы при раскрытии сущности данного процесса [3], [4], и сводятся к формированию активов и обязательств, позволяющими выпускать ценные бумаги.

Спектр таких «активов» или «обязательств», относительно которых применяется техника секьюритизации, достаточно широк: первоначально это были ипотечные займы, но потом стали проводиться подобные сделки с автокредитами, арендными и лизинговыми платежами и иными финансовыми потоками. Секьюритизация становится механизмом порождения «ценных бумаг, обращающихся среди инвесторов разного класса, обеспеченных денежными потоками, возникающими по текущим или будущим финансовым обязательствам и способствующих привлечению финансирования или снижению кредитного риска» [5]. В настоящее время секьюритизация может быть применена к крайне

широкому спектру финансовой деятельности, предполагающей устойчивые денежные выплаты: ипотечные, лизинговые, франчайзинговые платежи; оплата за использование автодорог; выручка сервисных компаний (коммуникационных, транспортных, коммунальных и пр.); прочие гарантированные платежи.

Платежи, совершаемые в исполнение финансовых обязательств, рассматриваются как обязательства плательщика, которые могут рассматриваться как некий актив, на который и производится выпуск ценных бумаг. Ключевым преимуществом секьюритизации является возможность уже на этапе создания активов, порождающих денежные потоки, формировать механизмы самофинансирования данных активов путем привлечения финансовых ресурсов в виде выпуска ценных бумаг, обеспеченных будущими платежами. Например, строительная фирма планирует возвести торговый центр и получать доход от сдачи в аренду торговых площадей. Путем секьюритизации она может привлечь инвестиционные средства «продав» весь или частично будущий денежный поток от аренды. Эта продажа и происходит путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных правом требования денежных поступлений: «Наиболее общим является понимание секьюритизации активов как процесса рефинансирования каких-либо активов компании, генерирующих стабильный денежный поток, путем преобразования этих активов в ликвидную форму посредством выпуска ценных бумаг, платежи по которым обеспечены переданными активами» [1].

Следует отметить, что в отечественной правовой терминологии, несмотря на принятие специального законодательства, понятие «секьюритизация» не используется, а в нормативно-правовых документах описываются специализированные финансовые организации и выполняемые ими функции, а также комплекс правоотношений, которые в совокупности и реализуют содержание финансовых процессов, обозначаемых как секьюритизация – привлечение финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами,

генерирующими стабильные денежные потоки.

Как отмечалось выше первыми и наиболее распространенными видами секьюритизации являются операции с жилищными ипотечными кредитами, являющиеся массовыми и юридически наиболее полно закрепленными сделками. Также активно используется секьюритизация в банковском деле для управления активами. Инфраструктурная сфера является крайне перспективной областью для реализации инвестиционной деятельности именно путем секьюритизации, так как возводимые объекты и системы обслуживания представляют собой долгосрочные вложения с целью получения стабильного денежного дохода. Кроме того, при реализации инфраструктурных проектов, тем более сетевых, создаются масштабные и сложные организационные механизмы, обеспечивающие взаимодействие не только поставщиков сервисов и потребителей услуг, но также и государственных органов, отдельных служб, экспертных организаций и пр. Так, интегрированные инвестиционные проекты, реализуемые группой предпринимателей или бизнес-ассоциациями уже предполагают создание и работу специализированной управленческой структуры, решающей широкий спектр вопросов координации и руководства. Наличие такого управленческого механизма позволяет преодолеть сложности секьюритизации, вызванные необходимостью создания и взаимодействия целого ряда специализированных организаций. Так, процедурно секьюритизация производится путем выделения активов в виде передаче их на баланс специально создаваемому юридически самостоятельному предприятию и выпуска от лица данного предприятия ценных бумаг, обеспеченных данными активами. Основная специфика секьюритизации заключается в том, что выделяемые активы – это не просто материально-вещественные или финансовые ценности, а особый вид актива, обеспечивающего получение дохода, – права требования долга. Эти погашение долгов или оплата за предоставляемые услуги и является реализацией данного права, обеспечи-

вающего доходность выпущенных ценных бумаг. Таким образом происходит превращение малоликвидного, не обращающегося на рынке имущества в форму финансовых инструментов денежного рынка и рынка капиталов.

Ценные бумаги, выпускаемые в процессе секьюритизации могут быть различного вида, но для инфраструктурной сферы применяются, как правила облигации. Выпуск облигаций допускается без государственной регистрации, если эмиссия происходит с участием фондовой биржи и эмитент имеет достаточную репутацию предпринимательской деятельности. В отечественной практике уже формируется вид инфраструктурных облигаций, которые и должны обеспечить реализацию механизмов секьюритизации соответствующих объектов и систем обслуживания.

Основными этапами процесса секьюритизации выступают следующие действия:

- 1) владелец некоторого актива продает права на него специально созданной финансовой организации;
- 2) финансовая организация осуществляет выпуск ценных бумаг;
- 3) ценные бумаги распространяются среди инвесторов;
- 4) полученные от инвесторов средства возвращаются владельцу актива, которые осуществляет операционную деятельность с данным активом и формирует доходы по ценным бумагам за счет платежей, поступающих при эксплуатации активов.

На первом этапе важно привлечение квалифицированных и авторитетных организаций в области выпуска и размещения ценных бумаг, а также точное и комплексное выявление перспектив и рисков, связанных с порождением денежных потоков секьюритизированными активами. После размещения ценных бумаг важно обеспечить их полноценную котировку, контролировать курс, анализировать влияющие на него факторы.

Основные участники секьюритизации:

1) Первичный владелец базового актива – банки, компании, финансовые организации, а также государственные и муниципальные органы, обладающие определенными правами на имущество или правами на исполнение другими сторонами действий в их пользу. Как правило, владелец первичного актива является его продавцом, но возможны и другие варианты, когда продавец скупает активы у других лиц и затем их реализует. Чтобы разделить функции владельца базового актива и продавца первого обозначают как «оригинатор»;

2) Покупатель секьюритизируемых активов и эмитент ценных бумаг – специально созданная организация, финансирующая покупку через эмиссию ценных бумаг. Деятельность организации регулируется отдельным правовым режимом (в финансовой литературе данная организация зачастую обозначается как SPV (special purpose vehicle), а в отечественном законодательстве они определены как «специализированные общества»);

3) Инвестор – покупатель ценных бумаг у SPV – любые субъекты хозяйствования, заинтересованные в надежном долгосрочном вложении капиталов.

Процессы секьюритизации реализуются в условиях высокоразвитого финансового рынка, поэтому в их осуществлении участвуют компетентные фирмы и компании, обеспечивающие прозрачность и достоверность финансовой организации. Участие данных фирм в сборе и распределении платежей, в мониторинге финансовой ситуации, в контроле за состоянием денежного потока крайне важно – в ходе секьюритизации сталкиваются финансовые многих участников финансовой сделки, поэтому обеспечение доверия между ними невозможно без активной и профессиональной работы целого ряда участников финансового рынка: рейтинговых агентств, бирж, аудиторов, юридических фирм, страховых компаний, клиринговых системы.

Полный состав участников процесса секьюритизации определяется конкретными условиями выпуска ценных бумаг, видами активов. Как отмечают специалисты:

«Для инвесторов секьюритизация представляет абсолютно новый способ инвестирования средств: ни одна сделка по секьюритизации не является стандартной» [1]. Однако, в любом случае она будет характеризоваться сложной системой взаимоотношений всех участников данного комплекса финансовых операций, которая должна быть оформлена документально и полностью соответствовать действующему законодательству. Несмотря на сложность выстраиваемых отношений, их состав и структура раскрывают технику секьюритизации, которую специалисты кратко формулируют следующим образом: «Специализированная компания (SPV) эмитирует облигации на рынке капитала и предоставляет привлечённые средства в виде кредита инициатору сделки, который, в свою очередь, погашает кредит за счёт прибыли, получаемой от хозяйственной деятельности. Выпущенные облигации обеспечиваются всеми или большей частью активов инициатора сделки» [7]. Для практической реализации данных действий необходимо обеспечить высокий уровень доверия в бизнес-сообществе, что также является важным результатом работы различных организаций и объединений предпринимателей, которые должны сформировать устойчивую открытую среду взаимодействия субъектов хозяйствования, реализующих долгосрочные проекты, проходящие целый ряд этапов в своем развитии.

При анализе эффектов секьюритизации необходимо отметить, что инициаторами и первыми получателями результатов подобных сделок являлись сами банки – и это с учетом того, что привлечение финансов посредством выпуска ценных бумаг в определенной степени противопоставляется традиционному банковскому заимствованию. Однако, именно на показатели банковской деятельности наличие мало ликвидных активов начало оказывать негативное влияние и банки постарались избавиться от них, передав их другой организации. Таким образом, первичное использование секьюритизации было вызвано стремлением улучшить показатели ликвидности банка. Секьюритизация стали еще

одним источником привлечения финансовых средств, тем более, что в процессе совершения данных операций снижался риск кредитных операций, поскольку риск делился с инвесторами, что повышало надежность финансовой деятельности. Банки получили возможность продавать свои права на получение выданных кредитных средств, тем самым значительно повысив оборачиваемость капитала.

Не меньше выгод от секьюритизации и у первичных владельцев базового актива. Специалисты выделяют следующие эффекты для инициаторов секьюритизации, которые значимы и для предпринимателей в инфраструктурной сфере [6]:

- диверсификация источников финансирования;
- снижение стоимости финансирования и повышение ликвидности;
- эффективное разделение рисков.

Применение секьюритизации значительно расширяет возможности компании по привлечению финансовых средств. Причем, кроме непосредственного привлечения средств, компания демонстрирует рынку свои возможности оперировать современными финансовыми инструментами, что положительно характеризует ее адаптационные возможности.

Использование разнообразного инструментария привлечения финансовых средств, безусловно, сказывается на возможности компании выбирать наиболее рациональные для себя способы работы с финансами, что позволяет снижать стоимость финансирования, не ограничиваясь только использованием кредитных средств. Более того, секьюритизация является инструментом антикризисного управления – выделение неликвидных активов позволяет управленцам компании сконцентрироваться на ключевой компетенции и реструктурировать фонды и ресурсы предприятия с наименьшими потерями.

Секьюритизация также расширяет возможности инвесторов, позволяя им участвовать в масштабных и длительных проектах. Инвесторы, как и банковские организации, получают дополнительные финансовые инструменты, оптимизируют

свои риски, повышают ликвидность вложений. Кроме того, процессы секьюритизации предполагают проведение дополнительных аналитических и контрольных мероприятий, реализуются с привлечением аудиторских, юридических, рейтинговых компаний. Тем самым повышает открытость и достоверность финансовой информации, что является одним из ключевых факторов осуществления эффективной инвестиционной деятельности.

В качестве недостатков секьюритизации можно признать сложный организационный механизм данного способа финансирования и высокие требования к компетенции каждого участника. Большое число участников и их интеграция в единый финансово-правовой механизм, который должен достаточно длительно функционировать, требует высокой ответственности каждого из них и тщательного правового закрепления роли и статуса в общей работе. Нарушения в функционировании одного из участников отразится на всей системе секьюритизации, что снижает надежность подобной формы финансирования и требует дополнительной координационной и правовой работы.

Отечественные финансовые организации еще только начинают набирать опыт по решению задач секьюритизации – первые подобные сделки были проведены только в 2008-2009 гг. [7]. Они были осуществлены достаточно организованно и стали мощным фактором активизации проектов секьюритизации, привлечению внимания ученых к данной сфере. Поэтому вполне естественно, что появились исследования, которые вышли за рамки изучения сделок секьюритизации в ипотечной сфере – например, разработки в области строительства [8] или инфраструктурной деятельности [9].

В настоящее время можно предположить, что с развитием отечественной законодательной базой секьюритизации данные процессы станут заметным явлением как на финансовом рынке, так и в области развития инвестиционных возможностей инфраструктурной сферы. Так, последний принятый закон в этой области [10], вво-

дящий ключевые понятия и определения секьюритизации, достаточно четко и ясно определяет правовое положение участников данной деятельности. Кроме того, в законе не только вводится понятие «специализированных обществ», но и выделяется в два типа: «специализированное финансовое общество» и «специализированное общество проектного финансирования».

Деятельности по решению задач инвестирования в инфраструктурную сферу соответствует организационная форма в виде специализированного общества проектного финансирования [10]. Законом установлены [10]: цели и предмет деятельности данного общества в виде финансирования долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут как в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, так и с оказанием услуг при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта. Для предотвращения использования данной формы в качестве финансовой пирамиды в законе четко установлено, что специализированное общество не вправе привлекать средства в форме займов физических лиц, за исключением займов, привлекаемых посредством приобретения физическими лицами облигаций специализированного общества. Кроме того, оплата акций специализированного общества, в том числе при его учреждении, осуществляется только деньгами. Одним словом, законодательная база секьюритизации уже сформирована – отечественному предпринимательству необходимо только ее использовать для образования новых организационных интегрированных структур в инфраструктурной сфере.

Однако для использования возможностей секьюритизации самому предпринимательскому сообществу необходимо проявить инициативу и организованность. Для инфраструктурной сферы это означает формирование собственно системы предпринимательства, когда основные хозяй-

ственные функции будут выполняться не государственными организациями или монополистами в предоставлении сервисов, а конкурирующими субъектами рынка. Секьюритизация может выступить и как результат образования подобной системы и как стимул к ее созданию.

Резюмируя все вышесказанное можно заключить, что секьюритизация является важным инвестиционным инструментом в инфраструктурной сфере, а организационные сложности, сопровождающие процессы ее реализации, должны только ускорить формирование предпринимательских структур в данной сфере, нацелить их работу на решение конкретных производственных и финансовых задач. Поэтому, при разработке инфраструктурных проектов крайне необходима организационно-правовая поддержка предпринимателям со стороны органов государственного регулирования, ассоциаций бизнеса и специалистов для овладения отечественным бизнесом передового финансового инструментария, использование которого позволит не только достичь финансовых эффектов, но и обеспечить становление новых организационных механизмов ведения самой предпринимательской деятельности, без чего невозможно решение масштабных и сложных задач инфраструктурного развития России.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Аксенов В.С., Голиков П.С. Секьюритизация портфелей ипотечных кредитов в России: проблемы и перспективы [Текст]/ В.С. Аксенов, П.С. Голиков// Экономический журнал. 2011. – Т. 22. – № 2. – С. 72-79.

2. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / пер. с нем. [Текст] / Х.П. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – С. 37.

3. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ [Текст] / Э. Дэвидсон// Библиотека АИЖК.- 2007.

4. Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и

определение [Текст] / А.Ю. Рачкевич, И.А. Алексеева // Деньги и кредит. – №8. – 2008. – С. 22-31.

5. Харитончик А. И. Синтетическая секьюритизация как инновационный метод управления кредитным риском [Текст] / А. И. Харитончик // Проблемы и перспективы экономики и управления: материалы международного науч. конф. (г. Санкт-Петербург, апрель 2012 г.). – СПб.: Реноме, 2012. – С. 115-117.

6. Киселева М.С. Классификация субъектов секьюритизации факторинговых активов и их роли в сделке [Текст] / М.С. Киселева// Современная наука: Актуальные проблемы теории и практики. Серия «Экономика и Право». – № 2-2012.

7. Лупырь А. А. Секьюритизация ипотечных активов: механизм, инструменты, подходы к управлению рисками: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10 / А. А. Лупырь; [Место защиты: ФГБОУ ВПО "Санкт-Петербургский государственный университет"].- Санкт-Петербург, 2014.- 169 с.

8. Новикова Т. С., Петровичев А. Ю. Секьюритизация как способ финансирования строительных предприятий нефтегазового комплекса [Текст] / Т. С. Новикова, А. Ю. Петровичев// Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки. – Том 12, выпуск 4. – 2012.

9. Терещенко Н.Н. Секьюритизация и ее роль в финансировании инвестиционных проектов: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10 / Н.Н.Терещенко; [Место защиты: Финансовый ун-т при Правительстве РФ]. – Москва, 2011. – 183.

10. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации – Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ// Российская газета, №6267, 25 декабря 2013.

BIBLIOGRAPHICAL LIST

1. Aksenov V.S., Golikov P.S. Securitization of portfolios of mortgage loans in Russia: problems and prospects / V.S. Aksenov, P.S. Golikov//Economic magazine. 2011. – Т. 22. – No. 2. – Page 72-79.

2. H.P's rem. Securitization of assets: securitization of financial assets – innovative technology of financing of banks / lane with it. – M.: Volters Kluver, 2007. – Page 37.

3. Davidson E. Securitization of a mortgage: world experience, structuring and analysis//Agency for Housing Mortgage Lending Library. – 2007.

4. Rachkevich A.Yu., Alekseeva I.A. Securitization: characteristic signs and definition//Money and credit. – No. 8. – 2008. – Page 22-31.

5. Haritonchik A. I. Sinteticheskaya securitization as innovative method of management of credit risk [Text] / A. I. Haritonchik//Problems and prospects of economy and management: International scientific conference (St. Petersburg, April, 2012). – SPb.: Reputation, 2012. – Page 115-117.

6. Kiselyova M. S. Classification of subjects of securitization of factoring assets and their role in the transaction//Modern science: Actual problems of the theory and practice. Economy and Right series. – No. 2-2012.

7. Lupyr A. A. Securitization of mortgage assets: mechanism, tools, approaches to risk management: thesis... Candidate of Economic Sciences: 08.00.10 / A. A. Lupyr; [FGBOU VPO "St. Petersburg State University"].-St. Petersburg, 2014. – 169 pages.

8. Novikova T. S., Petrovichev A. Yu. Securitization as way of financing of the construction enterprises of an oil and gas complex/T. S. Novikova, A. Yu. Petrovichev//Bulletin of NSU. Series: Social and economic sciences. – Volume 12, release 4. – 2012.

9. Tereshchenko N. N. Securitization and its role in financing of investment projects: thesis... Candidate of Economic Sciences: 08.00.10/N. N. Tereshchenko; [Financial unit at the Government of the Russian Federation]. – Moscow, 2011. – 183.

10. About modification of separate acts of the Russian Federation – the Federal law of 21.12.2013 No. 379-FZ//the Russian newspaper, No. 6267, 25 of December, 2013.