

СТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ НЕМАТЕРИАЛЬНЫМИ АКТИВАМИ

© 2016 Д.О. Литвинцев*

Ключевые слова: инновации, рынок ценных бумаг, секьюритизация, нематериальные активы, рынок инноваций и инвестиций.

Исследуется структура рынка ценных бумаг, обеспеченных нематериальными активами. Рассматривается механизм секьюритизации нематериальных активов как финансовый инструмент реализации стоимости интеллектуальной собственности.

Инновационное развитие экономики является одним из важнейших направлений государственной экономической политики, необходимым условием обеспечения интенсивного роста экономики, а также обеспечения ее конкурентоспособности в условиях внешних вызовов и глобализации. Основным ресурсом инновационной компании выступают ее нематериальные активы. При ограниченности финансовых ресурсов, что для инновационной сферы усугубляется высокими рисками деятельности, сокращающими традиционные источники финансирования, важно, чтобы стоимость этих активов была реализована максимально эффективно.

Главные инвесторы для инновационных компаний - венчурные фонды, осуществляющие прямые инвестиции в капитал инновационного предприятия. Основной доход венчурный инвестор получает от прироста стоимости компании. По окончании реализации проекта наиболее предпочтительным выходом из него для венчурного фонда является продажа принадлежащей фонду доли в компании на бирже путем IPO. Таким образом, на бирже могут быть представлены различные виды ценных бумаг инновационных компаний. Акции и облигации могут быть эмитированы самими инновационными компаниями для привлечения финансирования, инновационными компаниями по инициативе венчурных фондов в целях выхода из инвестиционного проекта по его завершении, а также самими венчурными фондами, чтобы привлечь дополнительные средства для последующего финансирования инновационных компаний. В то

же время с целью увеличения ликвидности интеллектуальной собственности как актива инновационной компании и расширения круга потенциальных инвесторов рынок ценных бумаг может предложить и альтернативные источники финансирования.

Акции и корпоративные облигации обеспечены всем имуществом компании, включая интеллектуальную собственность. Таким образом, стоимость последней выражена через ценные бумаги в составе всего имущественного комплекса предприятия. Однако стоимость интеллектуальной собственности в этом случае может оказаться недооцененной. В данной ситуации целесообразно использовать такой финансовый инструмент, как секьюритизация, который в общем виде представляет собой процесс превращения неликвидных или низколиквидных активов в ликвидные. В целом секьюритизацию можно охарактеризовать как процесс, посредством которого активы, объединенные в пулы и генерирующие денежные потоки, конвертируются в ценные бумаги, обычно имеющие инвестиционный рейтинг, для последующей продажи инвесторам¹. Механизм секьюритизации позволяет отделить нематериальные активы от прочих активов предприятия, осуществить эмиссию ценных бумаг, обеспеченных только этими активами, и тем самым максимально полно реализовать на рынке их стоимость. Отделенные активы передаются специально созданной компании-посреднику, а денежные потоки, генерируемые секьюритизированными активами, впоследствии направляются на обслуживание привлеченного долга.

* Литвинцев Дмитрий Олегович, аспирант Саратовского социально-экономического института (филиала) РЭУ им. Г.В. Плеханова. E-mail: Dm990@yandex.ru.

Для рынка инноваций, который характеризуется высоким уровнем риска вложений, механизм секьюритизации особенно актуален, так как он позволяет создавать гибкие структуры сделок купли-продажи интеллектуальной собственности посредством обеспеченных ценных бумаг и хеджировать риски.

Снижение рисков достигается за счет соблюдения следующих принципов в сделках секьюритизации. Это, во-первых, принцип действительной продажи и обособления активов, который предполагает, что передача активов должна осуществляться в форме реальной передачи активов, т.е. продажи, а не передачи во временное пользование или в аренду. В результате происходит нейтрализация риска банкротства компании - создателя активов, так как после продажи владельцем активов является уже целевая компания (SPV). Во-вторых, принцип защищенности от банкротства. Целевая компания изначально принимает на себя обязательство, ограничивающее возможность инициировать процедуру добровольной ликвидации или реорганизации. Одновременно с этим все участники отношений по сделке секьюритизации активов обязуются не ходатайствовать о ликвидации специального юридического лица или о возбуждении в отношении него процедуры банкротства. В-третьих, принцип ограниченной правоспособности. SPV не разрешается осуществлять какие-либо действия и сделки, кроме тех, которые непосредственно необходимы для секьюритизации, в частности, SPV запрещено выпускать какие-либо дополнительные долговые инструменты или участвовать в объединении компаний. Такое условие закрепляется в учредительных документах SPV для снижения риска несостоятельности компании. Все эти меры призваны обеспечить сохранность отделенных активов и тем самым снизить риски инвесторов.

При секьюритизации происходит разделение рисков технологического и операционного характера. В зависимости от условий и структуры сделки инвестор, кроме прочего, может получить дополнительную возможность участия в развитии инновационных технологий или отдельных изобретений. Таким образом, данный вид финансирования служит более тонким, узконаправленным инструментом, подходящим, например, для венчурного инве-

стора, который хочет вложить средства именно в развитие конкретных технологий или изобретений, а не предприятия в целом². Кроме того, венчурный инвестор в этом случае получает ликвидность быстрее, чем при обычной продаже стратегическому инвестору или IPO. В более общем виде участвующие в подобных сделках инвесторы покупают не сами акции компаний, а только денежные потоки от лицензирования технологий³. Отделение интеллектуальных активов и связанных с ними различных финансовых и операционных рисков от владельцев бизнеса в целом благотворно влияет на рынок и развитие технологий. Дополнительной мотивацией для инвесторов является возможность делать более осознанную ставку на технологии, что должно увеличить объем привлечения инвестиций в технологический сектор и поспособствовать дальнейшему развитию инноваций.

Следует отметить роль рейтинговых агентств как института, реализующего оценку инвестиционного риска обеспеченных ценных бумаг. Рейтинг выступает одним из основных показателей, на который ориентируются потенциальные инвесторы при принятии решения о вложении средств в обеспеченные ценные бумаги. Рейтинг таких бумаг в силу отделения активов, генерирующих денежные потоки, от рисков предприятия может быть выше, чем рейтинг корпоративных ценных бумаг того же предприятия и рейтинг страны.

Государство также является важным элементом структуры рынка ценных бумаг, обеспеченных НМА. Во-первых, государство устанавливает правила торговли ценными бумагами. Отечественное законодательство в сфере секьюритизации в последние годы претерпело значительные изменения, которые в общем виде сводятся к тому, что фактически были созданы условия для реализации сделок секьюритизации активов в рамках российского законодательства, что ранее было невозможно и вынуждало компании проводить подобные сделки за рубежом.

Во-вторых, основу функционирования рынка ценных бумаг, обеспеченных интеллектуальной собственностью, составляют институты, реализующие функции по регистрации, оценке стоимости и по защите интеллектуальной собственности. При отсутствии эф-

фективного механизма, реализующего данные функции, развитие рынка высоких технологий невозможно. Обеспечение эффективности такого механизма также является задачей государства.

В-третьих, государство оказывает всестороннюю поддержку инновационным компаниям: от консультаций до субсидий. Кроме того, инновационные компании могут быть участниками государственно-частных партнерств. Наиболее проработанной формой такого взаимодействия служат концессионные соглашения. В рамках таких соглашений возможен выпуск концессионных облигаций, обеспеченных доходами от эксплуатации инфраструктурных объектов. Доверие к таким ценным бумагам будет значительно выше в сравнении с корпоративными облигациями, так как одна из сторон сделки - государство, что позволит привлекать финансовые ресурсы консервативных инвесторов и негосударственных пенсионных фондов. Помимо всего прочего, целесообразно разработать механизм предоставления государственных гарантий как для концессионных облигаций, так и для других ценных бумаг, выпущенных инновационными фирмами в результате секьюритизации НМА. Такая форма поддержки может оказаться не менее эффективной, чем субсидии.

Банки, кредитующие инновационные компании, также имеют возможность секьюритизировать выданные кредиты с целью управления своими кредитными портфелями для снижения рисков, высвобождения резервов, оптимизации баланса. Низкий уровень участия кредитных институтов в процессе финансирования инноваций во многом объясняется необходимостью банков соответствовать многочисленным нормативам ЦБ. Отсутствие унифицированных подходов к оценке интеллектуальной собственности в качестве залога, отрицательный денежный поток инновационных компаний на ранних стадиях развития, недостаточность капитала фирм-заемщиков, относительная их молодость и прочие факторы ограничивают возможность банков по выдаче кредитов инновационным фирмам. Кредитный рейтинг инновационных фирм зачастую оказывается низким, что вынуждает банки либо вовсе отказываться в выдаче кредитов, либо повышать процентные ставки и создавать дополнительные резервы. Секью-

ритизация финансовых активов в значительной степени снимает данные ограничения. Таким образом, на рынке ценных бумаг могут быть представлены и облигации, обеспеченные кредитами инновационных фирм. Гарантом по таким ценным бумагам может выступать, например, МСП Банк, который может частично переориентировать свою деятельность с выдачи льготных кредитов на выдачу гарантий по обеспеченным ценным бумагам, что представляет собой менее затратный, но эффективный способ стимулирования малых инновационных фирм и позволяет коммерческим банкам выдавать кредиты по доступным процентным ставкам с последующей их секьюритизацией. Тем самым банки, хотя и косвенно, могут быть отнесены к структуре рынка обеспеченных НМА ценных бумаг при реализации стоимости интеллектуальной собственности посредством кредитов.

Аудитория потенциальных инвесторов, вкладывающих средства в инновации, невелика. Поэтому слабость структуры рынка ценных бумаг, обеспеченных НМА, проявляется в недостаточном спросе на такие ценные бумаги или, иными словами, в отсутствии покупателей. Для консервативных инвесторов слишком велик риск, для спекулятивных - срок. Возможно, ситуация изменится по мере развития инновационной культуры и роста числа инвесторов. Также положительным окажется влияние дополнительных гарантий к обеспеченным НМА ценным бумагам со стороны государства или иных структур.

В качестве биржевой площадки для размещения обеспеченных ценных бумаг целесообразно выбрать сектор ММВБ-РТС, специально предназначенный для инновационных предприятий, - рынок инвестиций и инноваций (РИИ). Размещение на отечественной бирже имеет свои преимущества и недостатки для инновационных фирм.

Рассмотрим преимущества по сравнению с размещением на зарубежных площадках. Во-первых, меньшая стоимость (в РФ от 500 тыс. долл., за рубежом от 1 млн долл.); издержки могут отличаться в 2 и более раза. Во-вторых, более высокая оперативность: период подготовки и проведения размещения в РФ составляет от 3-4 до 6-12 мес; на LSE от 7-8 до 18 мес; на NYSE (Нью-Йоркская фондовая биржа) от 10-11 до 24 мес. В-

третьих, более лояльные требования к комплекту документов и раскрытию информации. В-четвертых, отличная возможность повысить узнаваемость компании или бренда на российском рынке. В то же время большинство категорий зарубежных инвесторов имеют возможность приобретать бумаги российских эмитентов в России. В связи с этим для инновационных компаний размещение на отечественной бирже более предпочтительно и служит своего рода подготовкой к выходу на международный уровень⁴.

Кроме того, дополнительные преимущества дает сектор РИИ. Размещение в определенном секторе позиционирует компанию и дает ей возможность выделиться среди других эмитентов, позволяет работать с целевой аудиторией - инвесторами, вкладывающими средства в ценные бумаги именно инновационных компаний, а также в венчурные проекты. РИИ оказывает дополнительную PR- и GR-поддержку эмитентов, организует встречи с инвесторами, оказывает помощь в подготовке документов, проводит комплекс мероприятий по поддержанию вторичной ликвидности, предоставляет аналитическую поддержку и публикует отчетность и презентации эмитентов на сайте ММВБ-РТС⁵.

В то же время размещение ценных бумаг инновационных компаний на отечественной бирже имеет неоспоримые преимущества для развития самого российского рынка ценных бумаг и российской экономики.

В целом можно говорить о том, что малые инновационные фирмы не имеют прямого доступа к рынку ценных бумаг и их финансирование осуществляется через посредников в лице венчурных фондов и банков, которые привлекают средства на рынке капиталов и перераспределяют капитал в пользу инновационных компаний. Крупные же инновационные фирмы имеют возможность получать финансирование через рынок ценных бумаг самостоятельно⁶. Такая ситуация обеспечивает дополнительную стабильность на рынке, так как крупные фирмы уже зарекомендовали себя на рынке, а инвесторы при принятии решения ориентируются в том числе на репутацию фирмы, которая является неформальной гарантией надежности ценных бумаг. Ценные бумаги, выпущенные с целью финансирования небольших фирм, обеспечены, как прави-

ло, пулом активов, и снижение рисков инвесторов достигается за счет диверсификации⁷.

Таким образом, можно сделать вывод, что в нашей стране созданы инфраструктура и условия для развития рынка ценных бумаг, обеспеченных нематериальными активами. Процессы развития новых структурных подходов, таких как секьюритизация активов, к обеспечению долговых обязательств дают возможность инновационным компаниям реализовать потенциал интеллектуальных активов как перспективного источника финансирования. В то же время секьюритизация НМА - новое явление для мировой экономики. Несмотря на наличие формальных условий для реализации стоимости интеллектуальной собственности через выпуск обеспеченных ценных бумаг, должно пройти еще некоторое время, прежде чем данный инструмент заслужит доверие инвесторов и бизнеса.

¹ *Артемяева С.С., Тиньгаев А.М.* Секьюритизация нематериальных активов как инструмент финансирования инновационных кластеров // Вестник НИИ гуманитарных наук при Правительстве Республики Мордовия. Саранск, 2014. № 4 (32).

² *Соколов Б.И., Воронов В.С.* Инструменты финансирования, обеспеченные интеллектуальными активами // Проблемы современной экономики. 2011. № 4 (40).

³ *Сорокин С.Ф., Щанкин С.А.* Реализация потенциала интеллектуальной собственности в процессе развития светотехнического кластера региона (на примере Республики Мордовия) // Вестник НИИ гуманитарных наук при Правительстве Республики Мордовия. Саранск, 2014. № 2 (30).

⁴ *Александров А.* Российский рынок IPO // ВАНДЕРБИЛЬД. 2010. № 6 (30). URL: <http://www.cfin.com>.

⁵ *Родионов И.И., Меньшикова А.С.* Инструменты финансирования инновационных компаний - новые возможности биржи // Корпоративные финансы. 2012. № 1 (21).

⁶ *Мамкеев М.Р., Пчелинцева И.Н.* Некоторые теоретические аспекты инвестирования инновационной деятельности на мезоэкономическом уровне // Вестник Самарского государственного экономического университета. Самара, 2016. № 3 (137).

⁷ *Вагин С.Г., Замошанская Ю.П., Суровушкина Е.Н.* Современные тенденции развития инновационной деятельности в России // Вестник Самарского государственного экономического университета. Самара, 2015. № 11 (133).

Поступила в редакцию 21.06.2016 г.