

**СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ КАК ИНСТРУМЕНТ
ПОВЫШЕНИЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ**

© 2016 К.Н. Ермолаев, А.М. Михайлов*

Ключевые слова: секьюритизация, титул, титульный капитал, секьюритизация активов, синтетическая секьюритизация.

Рассматривается секьюритизация активов как процесс перевода различных товарных активов в обращаемые ценные бумаги. Раскрывается роль секьюритизации в повышении конкурентоспособности предприятия.

В узком смысле термин “секьюритизация активов” понимается как инновационная техника финансирования, возможность превращения низколиквидных финансовых активов, таких как требования по торговым контрактам, договорам лизинга, кредитным картам, ипотечным кредитам в более ликвидные ценные бумаги. Секьюритизация - это процесс создания ценных бумаг, обеспеченных денежными потоками, обособленных от первоначального собственника. Секьюритизация может быть охарактеризована как сделка, которая конвертирует (превращает, переупаковывает) денежные требования или другие активы, генерирующие предсказуемые денежные потоки, в торгуемые ценные бумаги, ко-

торые могут быть размещены и могут обращаться на рынке капитала.

Таким образом, секьюритизация в широком смысле представляет собой превращение долгов в ценные бумаги, а в узком смысле - это превращение активов в ценные бумаги, списание активов с баланса предприятий и рефинансирование путем выпуска ценных бумаг на международном денежном рынке или рынке капиталов. Б.Б. Рубцов, рассматривая узкий и широкий смыслы термина “секьюритизация”, полагает, что его синонимом является термин “дезинтермедияция” - устранение посредников.

Процесс секьюритизации активно развивается в современных условиях, о чем свидетельствуют данные табл. 1 и 2.

Таблица 1

Сдвиги в структуре глобальных финансовых активов, вызванные секьюритизацией

Показатель	Доля в глобальных финансовых активах, %					
	1980 г.	1990 г.	2000 г.	2007 г.	2008 г.	2015 г. (прогноз)
Банковские депозиты	45	39	31	29	34	30
Ценные бумаги	55	61	69	71	66	70
Итого глобальные финансовые активы	100	100	100	100	100	100

Источник: Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2000-2015 гг.): аналит. докл. / кол. авт. под рук. Я.М. Миркина. М., 2010. С. 39. URL: www.mirkin.ru/_docs/analyt_doclad2010-2015.pdf.

Таблица 2

Изменения в структуре российских финансовых активов, вызванные секьюритизацией

Показатель	Доля в российских финансовых активах, %				
	1995 г.	2000 г.	2007 г.	2009 г.	2015 г. (прогноз)
Банковские депозиты	75	53	23	39	35
Ценные бумаги	25	47	77	61	65
Итого российские финансовые активы	100	100	100	100	100

Источник: Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2000-2015 гг.): аналит. докл. / кол. авт. под рук. Я.М. Миркина. М., 2010. С. 39. URL: www.mirkin.ru/_docs/analyt_doclad2010-2015.pdf.

* Ермолаев Константин Николаевич, доктор экономических наук, профессор; Михайлов Александр Михайлович, доктор экономических наук, профессор. - Самарский государственный экономический университет. E-mail: ermolaevkn@yandex.ru.

Данные табл. 1 демонстрируют неуклонное увеличение за последние 35 лет доли ценных бумаг в глобальных финансовых активах. Эта тенденция была несколько нарушена лишь в период финансового кризиса 2008-2009 гг.

Процесс секьюритизации в России, начавшийся намного позднее мирового и развивавшийся достаточно медленно ввиду нерешенности ряда правовых проблем, практически остановился в период последнего кризиса.

С институциональной точки зрения, секьюритизация - организационно-экономические отношения, обеспечивающие преобразование активов и рисков в торгуемую на рынке форму. Данное понятие представляет собой совокупность норм, позволяющих эффективно рефинансировать договорные денежные требования за счет фондового рынка. Эффективность секьюритизации достигается прежде всего за счет конвертации низколиквидных денежных требований в высоколиквидные.

В этом аспекте секьюритизацию подразделяют на классическую и синтетическую:

- ♦ классическая связана с передачей активов, которые генерируют платежи;

- ♦ синтетическая не предполагает передачу активов, а сопряжена с передачей кредитных рисков при помощи кредитных деривативов.

В понимании авторов секьюритизация - это не только процесс рефинансирования, перевода обязательств в бумаги, расширения сферы применения бумаг, но и проявление глубинной институциональной природы титульного капитала как универсального рыночного представителя приемлемого для любой разновидности капитала при его обращении на рынке в качестве товара. Поэтому мы считаем целесообразным использовать термин "секьюритивность" для характеристики способности титульного капитала представлять в транзакциях на рынке любой финансовый и вещественный актив, любую разновидность капитала. Титульный капитал как система титулов, по утверждению В.А. Галанова и А.И. Басова, имеет возможность представлять на рынке капитал в целом, во всех

Развивая данное положение, мы можем утверждать, что титульный капитал позволя-

ет вовлечь в обращение на финансовом рынке все разновидности капитала, различные права требования в отношении будущих абонентских и коммунальных платежей и даже элементы национального богатства, находящиеся в неликвидной форме. По оценкам агентства "Эксперт РА", некапитализированные, т.е. невовлеченные в оборот на финансовом рынке, элементы национального богатства способны увеличить мощность финансового сектора за 10-12 лет на 55 трлн руб.² К таким элементам относятся огромные имущественные активы, сконцентрированные в иных секторах экономики, но до сих пор не получившие надлежащей рыночной оценки либо намеренно выведенные государством с финансового рынка: основные фонды, земля, недра, естественные биологические и подземные водные ресурсы, недвижимость, нематериальные активы (патенты, авторские права).

Авторы Среднесрочного прогноза развития финансовой системы России (2000-2015) анализируют глобальный процесс превращения все большей части товарных и финансовых активов в обращающиеся финансовые инструменты, расширения доли данных инструментов в мировой финансовой системе. В перспективе будут секьюритизироваться, превращаться в финансовые активы права доступа к ресурсам, таким как сырье, энергия, земля, чистая вода, воздух, рекреация, биомасса, информация³. Мы полагаем, что значительная часть этих ресурсов может рассматриваться как потенциальный капитал, своеобразный "капитал в себе", включение которого в оборот на финансовом рынке позволит перейти из состояния потенциальности в состояние реального функционирования в процессе воспроизводства.

Чтобы механизм капитализации рассматриваемых активов заработал, требуется изменение законодательной базы в сфере защиты прав собственности, залогов, секьюритизации, поскольку согласно справедливому утверждению Р. Коуза определение прав является важным предварительным условием рыночных сделок.

С нашей точки зрения, секьюритивность титульного капитала характеризует также его посредническую роль в конвертации капитала из одного вида в другой, на это указывал Р. Гильфердинг, отмечая, что промышленный

капитал для трансформации в финансовый сначала должен быть преобразован в титульный капитал. Единообразное представление на рынке любого капитала в качестве титульного обращения прав собственности предопределяет необходимость посреднического использования титульного капитала для облегчения конверсионных операций с капиталом.

Таким образом, титульный капитал может выступать атрибутивной формой и обязательным компонентом любого капитала-функции на высокой ступени его развития, существующим на более ранних этапах исключительно как потенция. Титульный капитал посредством явления секьюритизации способен обеспечить быструю взаимную конверсию, сращивание и интеграцию капиталов, различных по отраслевой, национальной и территориально-государственной принадлежности, по форме собственности, вещественной форме воплощения, благодаря чему он служит наиболее обобщенной и максимально абстрактной разновидностью капитала.

Титульный капитал - это своеобразный конкретно-всеобщий феномен, способный представлять на рынке любой капитал как товар, широкий спектр вещественных элементов национального богатства в единообразной форме, приемлемой и эффективной для проведения транзакций. Встречающееся в литературе понятие "конкретно-всеобщий" означает не внешнее формальное сходство, а действительное реальное единство конкретного целого в его генетическом развитии. Данный термин выступает вездесущей и всеохватывающей разновидностью капитала, адекватной постоянно множающемуся многообразию его структурных компонентов.

Специфические функции титульного капитала являются следствием его институциональной природы и позволяют институцио-

нальным отношениям оказывать организующее воздействие на экономические отношения, чем продиктованы качественно новые возможности перемещения капитала, высокая эффективность обращения и спецификации прав собственности, развитие управления рисками капитала-функции, расширение секьюритизации капитала, индикативно-прогнозное функционирование титульного капитала на финансовом рынке, возникновение новых механизмов разрешения экономических кризисов через их перемещение на финансовый рынок на базе создания и ликвидации финансовых пузырей.

Секьюритивно-конверсионная функция титульного капитала длительное время не могла осуществляться на российском рынке ввиду отсутствия необходимых правовых институтов. Поэтому рынок секьюритизации находился в состоянии стагнации и был представлен лишь ипотекой не только из-за слабости внутренних институциональных инвесторов, но и из-за несоответствия российского законодательства о залоге (обеспечении) рыночным реалиям. Требовалась модернизация в данной области, которая позволила бы более активно вовлекать неипотечные базовые активы в финансовый оборот и формировать на их основе финансовые инструменты, обладающие необходимой ликвидностью.

Отставание в развитии российской законодательной базы способствовало переносу ряда операций по секьюритизации в зарубежную юрисдикцию. Именно таким путем были проведены сделки по секьюритизации лизинговых контрактов, заключенных ОАО "РЖД", и будущих диверсифицированных платежей, лежащих в основе еврооблигаций, корпоративных клиентов Альфа-банка. В табл. 3 приводится структурная характеристика

Таблица 3

Структура рынка российских секьюритизированных облигаций по видам обеспечения в 2007 г.*

Вид обеспечения	Сумма, млн долл.	Доля, %
Потоки платежей по лизинговым сделкам	328	10
Ипотечные кредиты	780	22
Задолженность по кредитным картам	447	13
Автокредиты	537	16
Диверсифицированные платежные права (PDR)	742	22
Долговые обязательства (CDO)	589	17
Итого	3423	100

* Составлено по данным Cbonds.

тика процесса секьюритизации в России накануне мирового экономического кризиса.

Поправки в Закон “Об ипотечных ценных бумагах”⁴ дали возможность структурировать сделки и с российскими компаниями, что превращает секьюритизационные инструменты в более доступные широкому кругу инвесторов и позволяет секьюритизировать ипотеку и на российском, и на международном рынке. Однако на российском рынке до последнего времени отсутствовали все элементы секьюритизации, поэтому при секьюритизации неипотечных активов приходилось прибегать к зарубежным партнерам, регистрируя сделки на основе иностранного законодательства за рубежом.

В РФ для распространения подобной схемы за пределы рынка ипотечного кредитования требовалось создание общей универсальной правовой базы для секьюритизации разного рода финансовых активов. Была необходима модернизация законодательства в сфере секьюритизации, позволяющая не только осуществлять локальные сделки секьюритизации кредитных портфелей, но и секьюритизировать активы в нефинансовом секторе (поступления по экспортным контрактам, договорам энергопоставки, концессионным соглашениям, лизинговым договорам). Много лет готовился специальный закон о секьюритизации, предназначенный обеспечить максимальную свободу структурирования сделок секьюритизации, расширение сферы ее применения вплоть до сделок синтетичес-

кой секьюритизации. Проект закона был внесен в Госдуму 1 января 2009 г., и в течение нескольких лет закон не принимался.

Прорыв произошел в декабре 2013 г., когда был принят Федеральный закон “О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации”⁵. Данный документ изменил ряд положений: Закон “О рынке ценных бумаг” и Гражданский кодекс РФ, которые начиная с 1 июля 2014 г. в национальной юрисдикции позволяют проводить сделки по секьюритизации неипотечных активов, не прибегая к услугам иностранных государств. Все это открывает возможности для активного и быстрого развития процесса секьюритизации в России.

¹ Рынок ценных бумаг / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2006. С. 12.

² Концепция развития финансового рынка России до 2020 года. Основные выводы / Ассоциация региональных банков России, агентство “Эксперт РА”. М., 2008. С. 6-8.

³ Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2000-2015 гг.): аналит. докл. / кол. авт. под рук. Я.М. Миркина. М., 2010. С. 39, 73. URL: www.mirkin.ru/docs/analyt_doclad2010-2015.pdf.

⁴ Об ипотечных ценных бумагах : федер. закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ : [в ред. от 23.12.2013]. URL: <http://www.consultant.ru>.

⁵ О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ : [в ред. от 21.12.2013]. URL: <http://www.consultant.ru>.

Поступила в редакцию 07.07.2016 г.