

Концепция переориентации инвестиционной политики пенсионных фондов РА в инфраструктурные проекты ГЧП

Каримян Д. В.

3 курс аспирантуры Российско-Армянского (Славянского) Университета

Экономика и управление народным хозяйством

Менеджер по финансам в «Сурвекс Консалтинг» (Ереван, РА)

davit.karimyan96@gmail.com

Ключевые слова: инфраструктурные проекты, государственно частное партнёрство, секьюритизация, пул базовых активов, ценные бумаги обеспеченные базовыми активами.

ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային քաղաքականությունը ենթակառուցվածքային ՊՄԳ ծրագրեր վերակողմնորոշելու հայեցակարգը

Բարինյան Դ. Վ.

3-րդ կուրսի ապսիբանտուրա Ռուս-հայկական (Սլավոնական) համալսարան

Տնտեսագիտություն և Ազգային տնտեսության կառավարում

Survex Consulting-ի ֆինանսական մենեջեր (Երևան, ՀՀ)

davit.karimyan96@gmail.com

Ամփոփում. Հոդվածում դիտարկվել է կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային քաղաքականության նպատակադրման փոփոխությունը, ուղղված՝ ՀՀ ենթակառուցվածքային ծրագրերում ներդրումների ընդլայնմանը: Առաջարկվել է հատուկ ներդրումային պլատֆորմ՝ պետական մասնավոր գործընկերություն ենթակառուցվածքային ծրագրերում ներդրումների համար: Նման ներդրումային պլատֆորմը ուղղված կլինի ռիսկի ու եկամտաբերության օպտիմալ հարաբերակցության ապահովմանը, ներդրումների սպասարկման համար դրամական հոսքերի կայունությանը, չեզոքացնելով էկոգեն անբարենպաստ ազդեցությունները և զնանհից պաշտպանվածությանը: Կենսաթոշակային ֆոնդերի համար ՊՄԳ ծրագրերի արդյունավետ կառուցման նպատակով դիտարկվել են նաև ՊՄԳ ծրագրերի պետական աջակցության ձևաչափերը: Ներդրումների արդյունավետ ներգրավման և հուսալիության նպատակով առաջարկվել է ՊՄԳ ծրագրերում ներդրումների կառուցվածքային ֆինանսավորումը՝ ակտիվների արժեթղթավորմամբ մատրիցով: Դիտարկվել են արժեթղթավորման տարբեր փուլերում ռիսկերի կանխարգելման մեխանիզմները: Մանրամասն քննարկվել են արժեթղթավորման բազային ակտիվների պորտֆելում ակտիվի ներառման չափորոշիչները, ինչպես նաև բազային ակտիվների դասումը ֆինանսական և ոչ ֆինանսական խմբերի:

Հանգուցաբառեր՝ ենթակառուցվածքային ծրագրեր, պետական մասնավոր գործընկերություն, արժեթղթավորում, բազային ակտիվների փուլ, ակտիվներով ապահովված արժեթղթեր

Concept of reorientation of the investment policy of RA pension funds into infrastructure PPP projects

Karimyan D. V.

3rd year postgraduate study at the Russian-Armenian (Slavonic) University

Economy and management of the national economy

Finance Manager at Survex Consulting (Yerevan, RA)

davit.karimyan96@gmail.com

Summary. The article discussed the shifting of the goal setting in investment policy of pension funds, aimed at expanding investments into infrastructure projects of the RA. A special investment platform with tools for investing in infrastructure projects of public private partnership (PPP) has been proposed. Such an investment platform is aimed at ensuring an optimal balance of risk and profitability, stability of cash flows for servicing investments, neutralizing the adverse effects of exogenous factors and protecting against inflation. In order to effectively build PPP projects for pension funds, the format of state support for PPP programs was also considered. For the effective attraction and reliability of investments, a structured finance matrix with the securitization of assets for investments in PPP projects is proposed.

The mechanisms of risk prevention at the securitization different stages are considered. The criteria for including an asset in the pool of underlying assets, as well as dividing the underlying assets into financial and non-financial assets are discussed in detail.

Keywords. infrastructure projects, public-private partnership, securitization, , pool of underlying assets, asset-backed securities.

Трудный пост военный и продолжающийся ковидный период в РА, начиная с конца 2020 г. в кратко- и средне- долгосрочной перспективе ставит очень много проблем в государственной экономической политике Армении. Вызваны они, в основном, резким повышением потребности разнообразных социальных выплат. По сути, на государственный бюджет страны «надета смирительная рубашка» по части капитальных расходов, тем самым значительно подавляется финансирование инфраструктуры, жизненно важной для экономического роста страны.

На этом фоне важна следующая постановка: можно ли решить одновременно две проблемы: а) произвести серьезную реконструкцию и модернизацию многих объектов промышленной, городской, сельской и социальной инфраструктуры; б) выявить требуемые для этого инвестиционные ресурсы, без большой нагрузки на государственный бюджет, и тем самым смягчить рост валового государственного долга, который по апрельскому прогнозу 2021 г. МВФ, достигнет в конце 2021 г. 69,9% ВВП (с 62,8% ВВП в 2020 г.) [1], а по прогнозу «Fitch» к концу 2021 г. достигнет пика в 67,6% ВВП¹.

Остро востребованные в РА инвестиционные ресурсы в основном находятся в пенсионных фондах, но тем не менее они прямо не направляются в реальный сектор и в т. ч. на строительство, реконструкцию и модернизацию инфраструктуры. В начале 2021 г. в структуре инвестиционных вложений пенсионных фондов РА 31 процентов приходилось на иностранные инвестиционные фонды, 31 процентов на денежные средства и депозиты в банках, 30 процентов на государственные облигации и только 8 процентов вложений размещены в других облигациях (примерно схожая картина и в прошлые годы) [3]. Из этих 8-и процентов львиная доля приходится на облигации выпущенные коммерческими банками РА. Таким образом, лишь ничтожная часть инвестиций направляется прямо в реальный сектор, из размещенных в РА средств (без учета гособлигаций, примерно - 36 процентов) в реальный сектор вложения поступают опосредовано через финансовый сектор по депозитам и по облигациям выпущенными коммерческими банками РА.

Таким образом, насущная проблема для страны это *кардинальная переориентация концепции инвестиционных вложений* пенсионных фондов на развитие инфраструктуры РА, что

требует разработки действенных финансовых инструментов, без которых такое требование не реалистично.

Обоснованность концепции инвестиций пенсионных фондов в инфраструктуру, с точки зрения выгоды для экономики очевидна. При такой постановке сомнения не должны вызывать выгоды с позиции пенсионных фондов, поскольку ставить под угрозу накопления предназначенные для будущих пенсий даже под самыми благими намерениями недопустимо.

Помимо политических и экономических выгод для инвестиций пенсионных фондов в инфраструктуру, в пользу последних в научной литературе экспертами выделяется шесть основных критериев: (1) четкое соответствие между долгосрочным горизонтом зрелости инфраструктурных проектов и портфелем пенсионных фондов или длительные сроки погашения с учетом долгосрочных горизонтов институциональных инвесторов; (2) стабильная стоимость инфраструктурных активов связанная с тенденцией их функционирования в режиме естественных регулируемых монополий или олигополий, с пониженной или нерыночной конкуренцией, что приводит к более стабильному портфелю; (3) низкая корреляция между активами в инфраструктурных проектах и др. финансовыми активами в портфеле пенсионных фондов, которые обычно отслеживают превратности экономического цикла; (4) инфраструктурные активы привлекательны с точки зрения характеристики риск-доходность (желаемый компромисс между риском и доходностью), (5) инфраструктура обеспечивает защиту от инфляции; (6) инфраструктурные активы обладают большей стабильностью денежных потоков после завершения проекта [4].

В международной практике, очевиден ещё один немаловажный фактор выраженный в том, что существующая потребность в финансировании инфраструктуры, сталкивается с бюджетными ограничениями правительств, а коммерческие банки не могут инвестировать в такие активы из-за ограничения финансового регулирования (банки столкнулись с ограничениями Базеля III, в частности, с положением о требованиях к капиталу (CRR)). На этом фоне, общая тенденция состоит в том, что все страны по всему миру вводят нормативные изменения, с тем чтобы разрешить или увеличить инвестиции пенсионных фондов в инфраструктуру. С этой целью Европейская комиссия поставив вопрос со финансирования инфраструктуры со стороны частного сектора, пришла к выводу, что страховые и пенсионные фонды идеальные кандидаты для такого финансирования. Экспер-

¹ По прогнозу Fitch госдолг Армении в 2021 году достигнет пика в 67,6% ВВП [2].

ты отмечают, что в некоторых странах многие пенсионные фонды инвестируют от 10 до 31 процентов своих портфелей даже в некотирующиеся на бирже инфраструктурные активы [5].

Для сравнения отметим, что в Армении инвестиционная деятельность коммерческих банков довольно жестко ограничена прямо законом РА «О банках и банковской деятельности». Согласно статье 35, банкам без предварительного согласия центрального банка запрещается осуществление таких сделок и операций, в результате которых участие банка: а) составляет 4,99 процентов и более участия в уставном фонде другого лица; б) превышает в уставном фонде одного лица 15 процентов общего капитала данного банка; в) превышает в уставных фондах всех лиц 35 процентов общего капитала данного банка [6].

Для инвестиций пенсионных фондов в реальный сектор и в инфраструктуру РА недостаточно констатации такой необходимости, для реализации этого требуется одновременное решение нескольких задач: во-первых, выявление целевых эффективных проектов инфраструктуры, во-вторых, разработка действенной институциональной платформы, механизмов и финансового инструментария для такого инвестирования, в третьих, выработки определённых государственных гарантий, что в комплексе позволит без особых проблем привлечь пенсионные фонды РА для инвестиций инфраструктурных проектов РА.

Действенной платформой для инвестиций пенсионных фондов в инфраструктуру должны стать проекты государственно частного партнерства (ГЧП). Для пенсионных фондов РА инвестиции в проекты ГЧП могут открыть новые реальные возможности инвестиций с высокой доходностью и приемлемым риском. Инвесторы могут получить привлекательную текущую прибыль с существенной премией по сравнению с государственными облигациями с выгодой от стабильной стоимости капитала, полученной из долгосрочных контрактов с фиксированной ценой от государства. В РА есть много неиспользованных инвестиционных возможностей, которые могут быть интересны для пенсионных фондов в виде проектов ГЧП, в том числе по направлениям: возобновляемой энергетики, водоснабжения, недвижимости, жилья, здравоохранения, высоких технологий и других.

Предложенная постановка дает возможность: а) реализовать в РА новые инвестиции в инфраструктуру и поддержать имеющуюся, и при этом не брать на себя новые долги, пенсионные фонды могут быть основным

источником капитала для таких инвестиций; б) приобретая активы ГЧП пенсионные фонды могут обеспечить маневренность бюджета РА в крупных инфраструктурных проектах; в) инфраструктура финансируемая ГЧП создает экономические выгоды, включая занятость в строительстве, при том что владение и управление проектами осуществляется частным партнером. Как показывает канадский опыт основными препятствиями, с которыми могут столкнуться пенсионные фонды в РА это небольшой размер, и политический риски проектов ГЧП [7].

Для эффективного построения проектов ГЧП для пенсионных фондов государственная поддержка должна включать гарантии для тех рисков, которыми государство управляет лучше, чем частные инвесторы, и для дополнения проектов, которые жизнеспособными экономически, но не финансово. Эти механизмы действенны, поскольку риски не управляемы для частных инвесторов берет на себя государственный партнер.

Финансовая поддержка по проекту может включать:

- выделение государственным партнером средств в денежной или иной форме в виде субсидий, грантов, например, для финансирования строительства, приобретения земли, предоставления активов, компенсации затрат на участие в торгах и других;

- инвестиции в акционерный капитал в формате, предоставление средств в форме займов проекта;

- предоставление преференций по налогам, сборам другим платежам, в виде налоговых каникул или полного освобождения от налоговых обязательств;

- финансирование оплаты тарифов или повышение тарифов, которые должны оплачиваться некоторыми или всеми потребителями, к примеру проекты водо- газо- и электро-снабжения, чтобы снизить риск спроса, который несёт управляющая проектом компания.

Кроме прямых механизмов содействия правительство может также предоставить условные механизмы, что означает, что взамен предоставления финансирования, правительство берет на себя определенные условные обязательства, обеспечивает к примеру: а) возмещение от неплатежей со стороны государственных органов, недополученных доходов или перерасхода средств; б) страхование; в) гарантии по рискам долговых обязательств в т. ч. обязательства конечного покупателя, сбора тарифов, уровня обменных курсов и не конвертируемости национальной валюты,

уровня спроса на услуги, компенсацию за выход и др.; г) хеджирование рисков процентных ставок или цен на товары; или поддержка уровня доходов по формату: обещание ссуды управляющей компании для компенсации недополученной выручки, достаточной для погашения обязательств по обслуживанию долга, при получении по проекту только краткосрочного финансирования, выдача гарантии правительства по предоставлению займа с заранее оговоренной процентной ставкой на определенную дату в будущем.

Для пополнения нехватки инвестиционных ресурсов в программах ГЧП эффективным механизмом является структурное финансирование по формату секьюритизации активов.

Проекты инвестиций инфраструктуры с секьюритизацией активов для финансирования ГЧП предназначенные для инвестирования пенсионных фондов в РА, в первую очередь, дадут возможность: а) привлечь инвестиции с рынка капитала на матрице превенции рисков, что чрезвычайно важно для пенсионных фондов; б) трансформировать имеющиеся имущественные активы и будущие потоки доходов в ликвидные денежные активы, б) диверсифицировать и обеспечить гибкость финансирования и предотвратить её возможные сбои, г) управляющей компании ГЧП не принимает на себя новых обязательств, а конвертировать свои не ликвидные активы в ликвидные денежные средства для успешного старта или продолжения программы капитальных вложений.

Следует отметить, что внедрение инвестиционной матрицы для пенсионных фондов с секьюритизацией активов программ ГЧП, приведёт к мультипликативному эффекту, мобилизуя далее ресурсы страховых компаний, инвестиционных фондов, банков, тем самым, стимулируя развитие армянского рынка капитала.

Предпосылкой для внедрения и реализации в РА секьюритизации ценных бумаг по проектам ГЧП является наличие соответствующего законодательства, это – закон РА «О государственно частном партнёрстве», закон РА «О секьюритизации активов и об обеспеченных активами ценных бумагах», который является американской моделью секьюритизации. Ниже представлены ключевые методологические особенности и подходы для реализации в РА инвестиционной платформы пенсионных фондов для вложений в секьюритизированные ценные бумаги по программам ГЧП.

При разработке и внедрение инвестиционной матрицы для пенсионных фондов с секьюритизацией активов программ ГЧП

предлагается придерживаться классической схемы секьюритизации, и одновременно на каждом этапе секьюритизации превентивно урегулировать (или отсечь) влияние возможных рисков. Следует учесть, что проблемы секьюритизации разделяются на общие, вне зависимости от рынка капитала страны, и частные, связанные с особенностями рынка страны.

На первом этапе секьюритизации компания инициатор заинтересованный в вовлечении инвестиций должен аккумулировать пул базовых активов; на втором этапе компания инициатор секьюритизации СПК переведёт (продаст) пул селективно подобранных базовых активов целевой компания по секьюритизации активов – «SPV» (Special Purpose Vehicle); на третьем этапе «SPV» выпустит свои собственные ценные бумаги, обеспеченные базовыми активами и предстоящими потоками денежных средств по ним; на четвертом этапе должно быть реализовано размещение обеспеченных ценных бумаг среди пенсионных фондов. Последние будут уверены в получении инвестиционного дохода и их погашении, т. к. источники доходов генерируются от базовых активов и к тому же эмиссия будет гарантирована правительством РА, т. е. эти активы имеют двойную защиту; на пятом этапе, компания «SPV» переводит выручку полученную от эмиссии специальной компании «SPV» инициатору проекта – «СКП» и ведёт обслуживание выпущенных ценных бумаг для инвесторов, в течение всего срока.

Следует указать, что основные проблемные вопросы секьюритизации возникают в представленных выше четырёх этапах, в связи с чем подробно рассмотрим механизмы реализации и превенции рисков на этих этапах.

Важно констатировать, что такие проблемы не возникли при реализации первого пилотного проекта секьюритизации проведённой в РА при содействии «Программы финансирования экономического развития» (FED) агентства «US AID» в 2015 [8]. В пилотной программе по существу, не возникало двух особо проблематичных вопросов это, во-первых, необходимость селекции однородных базовых активов (asset-backed securities - ABS) и, во-вторых, налогообложение процентных доходов от базовых активов (доходы по ним не подлежат налогообложению), поскольку в основе секьюритизации были однородные ипотечные кредиты (пяти кредитных организаций РА). В Центральном банке РА был зарегистрирован «Первый фонд секьюритизации кредитного портфеля» для секьюритизации выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами в соответствии с

законом РА «О секьюритизации активов и об обеспеченных активами ценных бумагах» [9]. Одним из ключевых условий пилотной программы для повышения инвестиционной привлекательности была гарантия, предоставленная «FED USAID», собственникам инвесторам облигаций в размере 50 процентов от основной суммы. Среди основных инвесторов этих ценных бумаг были управляющие пенсионными фондами и банки РА.

Опыт реализованной в РА пилотной программы довольно ценный, но он сильно отличается от предлагаемой секьюритизации проекта по ГЧП, в частности, по своей цели, типу, базовым активам и характеру. Один из основных вопросов сводится к селекции базовых активов и их доходности. В пилотном проекте базовые активы были совершенно однородны, а их доходность обеспечивалась процентной маржой между ипотечными кредитами и выпущенных ценных бумаг с обеспеченных активами.

В случае проектов ГЧП с секьюритизацией активов проблема сводится к марже приведенных затрат на единицу инвестиций и банковской процентной ставкой. Основным критерием количественного обоснования сделки секьюритизации в рамках программ ГЧП следует рассматривать приведенную сумму затрат на единицу базовых активов, а сопоставимой базой – рыночную процентную ставку по кредитам банков. В том случае, когда сумма стоимости требуемых затрат секьюритизации на единицу базовых активов выше, чем процентная ставка банка, секьюритизация теряет свой смысл, т. к. целесообразно взять банковский кредит.

Регулирование процесса секьюритизации ставит много специфичных вопросов к деятельности и транзакциям «SPV», которая должна создаваться исключительно для целей секьюритизации (как это имело место в пилотной программе). «SPV» должна быть юридически и экономически независимой, с минимальным уставным капиталом, без громоздкого штата сотрудников, для минимизации своих затрат, она не должна преследовать цели получения прибыли. Целью компании «SPV» эмиссия обеспеченных активами ценных бумаг, направление вырученных из этого средств на оплату купленных базовых активов и обслуживание эмитированных ценных бумаг. Эмитент «SPV» к тому же должен иметь активную роль в проведении селекции ликвидных и стабильных базовых активов, которые она приобретает у компании инициатора (СКП), и создает пул базовых активов секьюритизации. Юридически

передача портфеля базовых активов должна осуществляться в форме договора купли-продажи, поскольку этим в дальнейшем пресечь влияние на эмитента «SPV» возможного риска неплатежеспособности инициатора СПК.

Превенция рисков на этапе передачи базовых активов от инициатора СПК к эмитенту «SPV» требует, чтобы после сделки, компания инициатор СПК функционально оставалась ответственна за сбор выручки от поступлений базовых активов, хотя юридически эти активы уже не будут принадлежать ему (они проданы), и их учёт будет вестись на забалансовом счету компании продавца - инициатора (СПК). Такая превентивная мера обоснована тем, что компания «SPV» функционально будет сконцентрирована на эмиссии, размещении и обслуживании секьюритизированных ценных бумаг и, по сути, является агентом инвесторов и при малом штате вряд ли сможет эффективно вести текущие операции по сбору выручки с базовых активов. Данный вопрос требует юридического оформления, а именно заключения специального договора на обслуживание (на коммерческой основе), подписываемый между инициатором «СКП» и эмитентом «SPV». По этому же договору компания инициатор – «СКП» на, также будет регулярно представлять отчет компании «SPV», информируя о задержках выплат, о фактически невыплатах и предпринимаемых мерах, в частности, подключения механизмов гарантии со стороны государственного партнёра.

При эмиссии обеспеченных ценных бумаг со стороны «SPV» превенция рисков требует: 1) чтобы для матрицы инвестиций пенсионных фондов проспект эмиссии обеспеченных облигаций имел особую пометку – «эмиссия гарантирована правительством РА»; 2) на этапе генерации базовых активов «SPV» смогла приобретать базовые активы у нескольких компаний, для обеспечения требуемого масштаба сделки.

Государственная гарантия должна быть предоставлена: а) в случае делистинга ценных бумаг, выпущенных на основе секьюритизации, б) в случае прекращения программы ГЧП, в) в случае судебных исков с к компании инициатора СПК, хотя в последнем случае «SPV» может назначить заменяющего агента по обслуживанию базовых активов. Задача в том, что вступление в схему указанного нового агента повысит общие затраты секьюритизации, но этим будет нивелировано воздействие указанного риска.

Как было указано, на первом этапе секьюритизации компания инициатор заинтере-

сованный в вовлечении инвестиций аккумулирует пул базовых активов и в нём активно участвует «SPV». Ключевое требование к базовым активам это однородность и наличие по ним стабильных предсказуемых денежных потоков, подтвержденных прогнозом рынка и фактическими результатами.

Механизм и превенция рисков требует при аккумулировании базовых активов исходить из принципа селекции однородных активов (homogeneous pool of assets). В РА для обеспечения масштабов сделки (очень важный фактор для проведения проекта по секьюритизации), возможен набор разных активов и даже субординированных активов, но опять же они должны быть сгруппированы в однородных подгруппах. При подборе разных базовых активов рекомендуется сгруппировать их в финансовые и не финансовые активы, а следовательно, компания «SPV» в рамках одного выпуска может эмитировать два класса ценных бумаг с разными обеспеченными активами ценных бумаг: а) обеспеченные финансовыми активами, и б) обеспеченные не финансовыми активами. Вторая группа по условиям эмиссии может быть равна или субординирована к более предпочтительной первой группе (финансовые активы более однородны, процентные доходы по ним не вызывают налоговых обязательств). Вопрос субординации должен решаться в каждом конкретном случае, исходя из критерия получения плавных доходов генерируемых от базовых активов.

Таким образом пул или базовый портфель активов секьюритизации может быть поделен на транши: с держателями или инвесторами «старшего долга» и «субординированного» долга. «Старшие» транши подлежат погашению в первую очередь, а «субординированные» транши не гласно покрывают убытки, защищая денежные потоки «старших» траншей. Субординированные или «младшие» по отношению к нормальным облигациям создают дополнительные риски для держателей, но одновременно обеспечивают повышенную доходность.

Для оценки однородности пула базовых активов «Банк международных расчетов» (BIS) предлагает учитывать тип, правомочия и валюту активов [10]. В плане ключевых правовых требований при секьюритизации базовых активов, следует обратиться к критериями «Международной финансовой корпорации» Всемирного банка, представленных ниже [11].

Согласно этим критериям с правовой точки секьюритизировать можно только те активы которые можно передать. Любые препятствия для фактической передачи - например, запреты

уступки дебиторской задолженности или защиты данных или правила банковской тайны, если они могут ограничивают эту передачу, в целом, уменьшают объём активов подлежащих секьюритизации.

Трансфер активов не должен быть слишком дорогим или обременительным. Например, любые громоздкие требования к процедуре, такие как необходимость уведомления должника об уступке, или необходимость регистрирования передачи, могут увеличить транзакционные издержки уменьшить и объём секьюритизации. Уступка задолженности должна быть возможна без уведомления должника. Для реализации таких предписаний потребуются некоторые дополнения в Гражданском кодексе РА, касающиеся исключительно базовых активов секьюритизации.

Компании инициатору должно быть разрешено обслуживать секьюритизированные активы для покупателя – компании «SPV» (о котором нами было указано).

Компании «SPV» должна иметь возможность эффективно обеспечивать соблюдение своих прав собственности в отношении секьюритизированных активов и при необходимости, иметь возможность назначить резервного обслуживающего лица.

Стороны должны иметь возможность заключать эффективные механизмы обеспечения безопасности, обеспечивать повышение качества заимствования, снижать возможность наложение рисков. Обеспечение безопасности должно быть прозрачным и относительно эффективным.

С целью обеспечения снижения риска неплатежеспособности эмитента, стороны должны согласовать между собой договоренность об отказе от конкуренции, положения о регрессных требованиях принудительного исполнения.

Важно правовая регламентация и вступление в силу соглашения о субординации. Например, в случае несостоятельности эмитента в силу должно вступить положение согласно которому права инвесторов (с обеспеченными активами) в «младшем» транше ценных бумаг, были субординированы к правам инвесторов «старших» траншей.

Возможность осуществления реальной продажи: продажа и передача активов, подлежащих секьюритизации, должны быть необратимыми. На него не должно влиять неплатежеспособность компании инициатора. В частности, он не должен подвергаться повторной оценке или отмене сделки по неплатежеспособности. Данный критерий, указанный «Международной

финансовой корпорацией» пожалуй неоднозначен и вызывает возражения.

Исходя из вышеуказанного обязательными критериями для базовых активов должны быть: а) соответствие законодательным требованиям для операций с этими активами. Сделка по контракту с базовым активом должна быть в юридическом плане действенной и законной, заемщик должен выполнить свои обязательства по контракту; в т. ч. условия платежа, указанные в нём, должны быть выполнимы, исполнение должником своих платежных обязательств не подлежит к какой либо компенсации или основанию для не исполнения обязательств. К базовым активам секьюритизации следует исключить предъявление юридических требований от третьей стороны, они не должны попасть под защитные требования должника; б) возможность их идентификации подразумевает четкое название и другие характеристики; в) способность генерировать независимые и предсказуемые денежные потоки; г) долгосрочная окупаемость присущая этим активам и одновременно способность обеспечивать устойчивые денежные потоки.

Как было указано выше базовые активы могут быть финансовыми и не финансовыми активами. В финансовые активы входят – акции, облигации и др. ценные бумаги; фьючерсы, опционы, свопы и др. производные финансовые инструменты; любые права требования и счета и; долговые обязательства в т. ч. кредиты и депозиты; лизинговые контракты; векселя др.. В не финансовые активы входят активы с правом собственности или имущественные права, в частности, недвижимость или имущественные права организации, к примеру требования по аренде, трасты, дебиторская задолженность организации, причем для последних делаются очень строгие оговорки или они вовсе не допускаются.

При секьюритизации ценных бумаг ГЧП к базовым активам (ABS); должны присоединены или приравнены будущие базовые денежные потоки (Future Flow Securitisation), к примеру, оговоренные бюджетные фискальные субсидии. Этим расширяется пул или портфель базовых активов, с ожидаемыми стабильными денежными потоками.

Исходя из важности имплементации структурного финансирования и его отдельных сегментов, в частности, проведения эффективной селекции базовых активов секьюритизации целесообразно, чтобы уполномоченные государственные органы (органы) правительства РА и центральный банк РА совместно приняли бы особый регулирующий документ с руководством

применения, касательно процесса секьюритизации (такая практика совместного регулирования правительства и центрального банка имеется). Принятие этого совместного документа обосновано тем, что вопрос касается также налоговых вопросов, и следовательно, полномочия центрального банка РА здесь строго ограничены. В целом данной совместной регуляции правительства и центрального банка целесообразно отразить: а) подходы и методологию обоснования проектов ГЧП, критерии для предпочтительных проектов, типовые формы контракта ГЧП; б) порядок получения финансовой поддержки частным партнёром из фонда программы развития ГЧП; в) механизм финансирования ГЧП, включая: 1) типовой механизм эмиссии ценных бумаг без обеспечения и эмиссии с обеспеченными активами, особенности их проспекта эмиссии, 2) финансирование секьюритизации активов, 3) требования к базовым активам секьюритизации и процедура их оценки, 4) механизм обслуживания обеспеченных ценных бумаг; г) налогообложение транзакций и участников схемы секьюритизации.

По нашей оценке внедрение предложенной платформы по инвестированию пенсионных фондов в инфраструктурные проекты ГЧП, позволит за 3-4 года сформировать у пенсионных фондов такой портфель на сумму примерно 100 млрд. драм или 25 процентов от всех активов пенсионных фондов, и тем самым существенно повысить манёвренность государственного бюджета по другим направлениям капитальных вложений.

Список использованной литературы

1. **Бадалян, Н.** Три четверти госдолга Армении в иностранной валюте, что создает дополнительные риски в связи с управлением госдолгом – Минфин // https://finport.am/full_news.php?id=44243&lang=2, Дата обращения: 24.08.2021
2. По прогнозу Fitch госдолг Армении в 2021 году достигнет пика в 67,6% ВВП // https://finport.am/full_news.php?id=43840&lang=2, Дата обращения: 24.08.2021
3. Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն, ՀՀ կենտրոնական բանկ // https://www.cba.am/AM/periodicals/Stability%20report_2021.pdf, Дата обращения: 24.08.2021
4. **Alonso, J., Bjeletic, J., Herrera, C., Hormazabal, S., Ordóñez, I., Romero, C., Tuesta, D. and Ugarte, A.** (2009). Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America, BBVA Research Working Papers No. 1002. Madrid. Spain: BBVA. // <https://www.bbvarsearch.com/wp->

- content/uploads/mult/WP_1003_tcm348-215241.pdf , Дата обращения: 24.08.2021
5. **Javier Alonso, Alfonso Arellano, and David Tuesta**, Pension Fund Investment in Infrastructure and Global Financial Regulation, August 2015, page 1, Pension Research Council The Wharton School, University of Pennsylvania // <https://pensionresearchcouncil.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2017/01/WP2015-22-Alonso-et-al.pdf> , Дата обращения: 24.08.2021
 6. **Javier Alonso, Alfonso Arellano and David Tuesta**, Factors that impact on pension fund investments in infrastructure under the current global financial regulation, BBVA Research, November 2016 // https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/11/WP_16-19.pdf, Дата обращения: 24.08.2021
 7. Закон РА «О банках и банковской деятельности» https://www.cba.am/AM/lalaws/Bankeri_ev_bankajin_gorcuneutyamasin_rus.pdf, Дата обращения: 24.08.2021
 8. Ariel Liang, Canadian Pension Funds' Investments in Canadian Public Private Partnership: Benefits, Barriers & Policy Actions December 15, 2013 // https://www.researchgate.net/publication/260944331_Canadian_Pension_Funds'_Investments_in_Canadian_Public_Private_Partnership_Benefits_Barriers_Policy_Actions, Дата обращения: 24.08.2021
 9. Արժեզրոյակը սկսեցին նախագիծը Հայաստանում // <http://agrocredit.am/first-securitization-project-launched-in-armenia/> <http://agrocredit.am/first-securitization-project-launched-in-armenia/>, Дата обращения: 24.08.2021
 10. Criterion A1: Nature of assets 40.73, CRE40 - Securitisation: general provisions, Bank for International Settlements (BIS), https://www.bis.org/basel_framework/chapter/CRE/40.htm?inforce=20220101, Дата обращения: 24.08.2021
 11. Securitization Key Legal and Regulatory Issues, WB International Finance Corporation, page 12 // <https://documents1.worldbank.org/curated/en/747401468092077080/pdf/395540Securitization.pdf>, Дата обращения: 24.08.2021

Сдана/Հանձնվել է՝ 10.08.2021

Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 17.08.2021

Принята/Ընդունվել է՝ 24.08.2021