



Олена Дідовець,
аспірантка Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

УДК 341.9

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ АКТИВІВ ЯК ПРАВОВА КАТЕГОРІЯ: ПОНЯТТЯ ТА ОСНОВНІ ОЗНАКИ

*«Is the securitization process a zero sum game
or does it truly reduce net financing costs?
The short answer is simple:
securitization is an alchemy that really works.
Alchemy refers to a technique whereby
medieval chemists attempted to turn base metals into gold».*
Steven L. Schwarcz

У рамках даної статті досліджуються основні ознаки, притаманні класичній сек'юритизації активів як комплексному правовому явищу. Визначення основних ознак сек'юритизації здійснюється на підставі порівняльного аналізу сек'юритизації активів з такими правовими категоріями як забезпечене кредитування, факторинг, випуск забезпечених цінних паперів, у тому числі іпотечних облігацій. Особлива увага приділяється дослідженню чинного законодавства України на предмет можливості здійснення сек'юритизації відповідно до українського права. У статті розглядаються причини набуття проектами сек'юритизації активів транскордонного характеру.

Ключові слова: сек'юритизація активів, факторинг, забезпечені цінні папери, іпотечні облігації, спеціальна юридична особа, банкрутство, транскордонна сек'юритизація.

На сьогодні в українському праві відсутній термін «сек'юритизація активів», як, власне, і повноцінне правове регулювання даного інституту. При цьому можна знайти визначення сек'юритизації в Методичних рекомендаціях щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України (затверджених постановою Правління Національного банку України від 02.08.2004 р. № 361), відповідно до якого сек'юритизація активів є способом трансформування боргових зобов'язань банку у ліквідні

інструменти ринку капіталів шляхом випуску боргових цінних паперів, забезпечених пулом однорідних активів [1]. Проте, як бачимо, таке визначення в основній своїй частині відображає економічну суть сек'юритизації, оминаючи її правові ознаки. З економічної точки зору, сек'юритизація є способом залучення фінансування шляхом випуску цінних паперів, забезпечених активами, що генерують постійні грошові потоки. З юридичної точки зору, проекти сек'юритизації є складно структурованими та

об'єднують значну кількість різного роду правочинів між великою кількістю учасників таких проектів, а тому потребують детального правового дослідження та аналізу з метою подальшого відображення відповідного правового регулювання на законодавчому рівні в Україні.

На сьогодні в Україні дослідження правових аспектів сек'юритизації лише починають розвиватися. Серед українських дослідників дослідженнями у сфері сек'юритизації займалися О. І. Виговський, С. Глібко, М. Глогов, І. А. Колосінський та деякі інші. Іноземній правовій науці у сфері сек'юритизації відомі наукові праці Ф. Вуда, Д. Рамоса Муньоса, С. Шварца, А. Хадсона, Х. П. Бера, Ж. Ж. де Вриз Роббе, П. Алі, О. М. Іванова, Д. А. Лопатіна та інших.

Існує думка, що термін «сек'юритизація» походить від англійського слова «security», що першочергово в англійському праві мало значення «способу забезпечення зобов'язання», а пізніше, в ХІХ ст., набуло також значення «цінні папери» [2, с. 59]. Місцем, з яким пов'язують початок розвитку сек'юритизації, вважається США, де іпотечні кредити почали використовувати для випуску облігацій. Вперше термін «сек'юритизація» знайшов своє документарне закріплення в Wall Street Journal в 1977 р. Вважається, що першим запропонував використовувати цей термін Льюїс Ранієрі (Lewis S. Ranieri) — голова іпотечного департаменту Salomon Brothers, висловивши пропозицію репортеру Wall Street Journal використовувати саме термін «сек'юритизація» при здійсненні опису проекту з випуску цінних паперів, забезпечених заставою прав вимоги за іпотечними кредитами, що був організований Salomon Brothers [3, с. 1290].

Зупиняючись на питанні цілей та переваг сек'юритизації, А. Хадсон вміло відмічає, що проекти сек'юритизації дають виключну можливість учасникам ринку із значними потоками фінансових надходжень перетворити такі надходження на основний капітал [4, с. 1379]. Підтримуючи цю думку А. Хадсона, Ф. Вуд виділяє окрему групу переваг

сек'юритизації для ініціатора сек'юритизації, зокрема зосереджуючи особливу увагу на таких із них: (1) переваги в сфері бухгалтерської звітності; (2) залучення інвестицій та капіталу; (3) переваги в сфері регулятивного капіталу. Покращення картини бухгалтерської звітності ініціатора сек'юритизації здійснюється завдяки поліпшенню фінансових нормативів ініціатора сек'юритизації, зокрема показника відношення існуючої заборгованості ініціатора сек'юритизації до його активів [5, с. 455]. Так, кошти від продажу фінансових активів у процесі сек'юритизації можуть бути спрямовані на погашення існуючих боргових зобов'язань ініціатора сек'юритизації. Таким чином, сек'юритизація має наслідком зменшення на балансі ініціатора сек'юритизації як кількості неліквідних активів (у зв'язку з їх продажем у процесі сек'юритизації), так і боргових зобов'язань останнього (у зв'язку з їх погашенням за рахунок коштів, отриманих від продажу активів), та, як результат, створює можливість залучення додаткових боргових зобов'язань.

Для банків та фінансових установ особливо гостро постає питання достатності капіталу, вимоги щодо якого визначаються законодавствами низки держав та міжнародними стандартами. Завдяки сек'юритизації в її класичній формі фінансові активи шляхом їх продажу виводяться з балансу ініціатора. Як наслідок, ініціатор сек'юритизації може здійснювати надання нових кредитів без необхідності нести витрати на залучення додаткового капіталу, при цьому отримуючи дохід від активів, сек'юритизація яких здійснюється. На додаток, неможливо оминати таку особливість сек'юритизації як передача ризику, основна ідея якої полягає в тому, що ініціатор сек'юритизації не несе ризику порушення умов сплати/несплати боржниками платєжів за відчуженими в процесі сек'юритизації активами після їх продажу. Такий ризик переходить до інвесторів — власників цінних паперів.

З іншого боку, проекти сек'юритизації є складноструктурованими та затратни-

ми в силу залучення значної кількості учасників, у т. ч. організаторів, рейтингових агентств, юридичних радників і т. п. Внаслідок сек'юритизації відбувається зниження якості кредитного портфеля ініціатора сек'юритизації у зв'язку з виведенням з балансу його кращих активів. При сек'юритизації важливо чітко слідувати вимогам щодо забезпечення принципу дійсного продажу активів (англ. true sale of assets) (у т. ч. з метою уникнення можливого визнання відступлення прав недійсним, удаваним або здійснення його «перекваліфікації» як забезпеченого правочину), створювати умови для уникнення можливих ризиків банкрутства ініціатора сек'юритизації та спеціальної юридичної особи (англ. bankruptcy remoteness principle).

Виділяють три основні види сек'юритизації: класична (позабалансова) сек'юритизація (ґрунтується на продажі та виведенні активів з балансу ініціатора сек'юритизації шляхом залучення спеціальної юридичної особи (SPV)), синтетична (балансова) сек'юритизація (відчуження активів не здійснюється, використовуються спеціальні фінансові інструменти, зокрема кредитно-дефолтні свопи) та сек'юритизація бізнесу/корпоративна сек'юритизація (відсутність спеціально виділеного покриття із прав вимоги або інших фінансових активів, забезпеченням виступає грошовий потік від усього бізнесу компанії або його частини).

У процесі дослідження нами було здійснено аналіз саме класичної (позабалансової) сек'юритизації з позиції права з метою з'ясування та визначення основних ознак, притаманних проектам класичної (позабалансової) сек'юритизації, у т. ч. шляхом порівняння сек'юритизації активів з іншими схожими з нею правовими категоріями.

За класичної схеми сек'юритизації проекти, як правило, здійснюються за наступною схемою. Ініціатором сек'юритизації виступає переважно банк, фінансова установа або інша особа, яка отримує постійні грошові надходження від фінансових активів, до яких, як правило, належать іпотечні кредити, авто-

кредити, карткові кредити або права вимоги за іншими грошовими зобов'язаннями. Із зазначених активів формується пул, який відчужується спеціальній юридичній особі з метою повного відокремлення даних активів від активів ініціатора сек'юритизації. Після чого спеціальна юридична особа здійснює випуск та продаж цінних паперів, забезпеченням яких виступають відчужені активи. З метою підвищення рейтингу цінних паперів, який визначається відповідними рейтинговими агентствами, можливим є отримання додаткового забезпечення, зокрема використання акредитивів, кредитно-дефолтних свопів. Інколи здійснюється випуск двох або більше класів цінних паперів: цінні папери вищого класу (мають високий рейтинг) та так звані субординовані цінні папери (мають нижчий рівень порівняно з цінними паперами вищого класу, та виплати за якими здійснюються після виплат за цінними паперами вищого класу). У разі здійснення сек'юритизації виникає необхідність продовжувати збирати платежі від боржників з наступним їх розповсюдженням серед власників цінних паперів. Такі функції потребують залучення ще одного учасника сек'юритизації — обслуговуючої компанії (сервісного агента), що здійснює обслуговування активів та функції якої, як правило, виконує ініціатор сек'юритизації. Крім ініціатора сек'юритизації, спеціальної юридичної особи, інвесторів та сервісного агента до проектів сек'юритизації залучається управляюча компанія, що виконує функції з управління спеціальної юридичної особи (залежно від законодавчого закріплення правового статусу спеціальної юридичної особи); довірчий управитель — трасті, який здійснює довічне управління активами в інтересах інвесторів, здійснює захист інтересів інвесторів та виконує функції платіжного агента щодо обслуговування виплат процентів і основного боргу за випущеними цінними паперами [6, с. 105]; рейтингове агентство (визначають рейтинг цінних паперів); поручителі/гаранти — учасники, які надають додаткове забезпечення

для поширення цінних паперів серед інвесторів; бухгалтерські та аудиторські компанії, що здійснюють обслуговування спеціальної юридичної особи; юридичні радники. Наведений перелік не є вичерпним, може змінюватися та до його числа можуть долучатися нові учасники залежно від особливостей кожного конкретного проекту сек'юритизації.

А. Хадсон у процесі опрацювання визначення поняття «сек'юритизація» надає таке робоче визначення: «сек'юритизація є процесом, в якому права грошової вимоги або подібні активи акумулюються разом та пропонуються інвесторам у формі цінних паперів у рахунок отримання від інвесторів капіталовкладень» [4, с. 1380]. Для кращого розуміння А. Хадсон ілюструє сек'юритизацію на прикладі, який пропонуємо розглянути також і в рамках даного дослідження [4, с. 1380—1381]. Так, банк здійснює кредитування 10 000 позичальників шляхом видачі на подібних стандартних умовах кредитів, забезпеченням за якими виступає житлова нерухомість із строком кредитування 25 років, з однаковою процентною ставкою та сплатою платежів на постійній щомісячній основі. У такий спосіб дохід банку формується поступово протягом 25 років за рахунок отриманих платежів за процентами. Несприятливим аспектом для банку є той факт, що йому необхідно чекати 25 років, щоб отримати позичений ним капітал та повний очікуваний прибуток за процентами. Банк може дійти висновку про можливість отримання коштів одразу без необхідності очікувати 25 років шляхом продажу 10 000 прав вимоги за грошовими зобов'язаннями разом із існуючими забезпеченнями іпотекою третій стороні, яка є спроможною одразу заплатити за здійснену покупку та очікувати 25 років на отримання пропонуваного доходу. «Сек'юритизація» матиме місце, якщо 10 000 прав грошової вимоги із забезпеченням будуть відчужені спеціальній юридичній особі, яка здійснить випуск цінних паперів, забезпечених відчуженими активами, з наступним їх розповсюдженням серед інвесторів.

Х. П. Бер основною особливістю сек'юритизації вважає надання властивостей юридичної самостійності пулу активів та відокремлення процесу рефінансування від первісного власника активів, поєднане з випуском цінних паперів [6, с. 28]. Як перше, так і друге досягається шляхом залучення до проектів класичної сек'юритизації спеціальної юридичної особи. За Х. П. Бером, можна виділити наступні найбільш важливі елементи, характерні для сек'юритизації: чітке виділення визначених активів шляхом їх юридичного відокремлення від господарських та операційних ризиків ініціатора сек'юритизації; використання активів та іншого додаткового забезпечення як забезпечення при здійсненні випуску цінних паперів (відступлення права вимоги та надання забезпечення на користь інвесторів); використання потоків платежів, що отримуються з активів, для здійснення виплат за випущеними цінними паперами [6, с. 38].

На сьогоднішньому етапі розвитку фінансового ринку набуває поширення використання різних технік або видів фінансування, подібних до сек'юритизації, але таких, які у зв'язку з відсутністю тих чи інших елементів, притаманних сек'юритизації, важливо відрізнити від останньої. У наукових колах можна зустріти думку, що залучення фінансування за рахунок синдикуваного кредиту, котрий отримується спеціальною юридичною особою з метою фінансування покупки пулу однорідних активів, які продаються первісним їх власником без права регресу до останнього, також можна вважати сек'юритизацією. Зазначимо, що у таких випадках також матиме місце рефінансування за рамками балансу первісного власника переданих активів, але без випуску цінних паперів. Однак, з чим погоджується також і Х. П. Бер, у даному випадку недостатньо підстав говорити про сек'юритизацію у зв'язку з відсутністю такого етапу сек'юритизації, як випуск цінних паперів, тобто фактичного перетворення неліквідних активів у високоліквідні, які можуть вільно обертатися на ринку [6, с. 35]. Х. П. Бер підводить такі випадки

під угоди, забезпечені активами (англ. *asset-backed transactions*) [6, с. 35]. Важливо відрізнити зазначені угоди, забезпечені активи від можливих випадків залучення додаткового кредитування в проектах сек'юритизації, котрі здійснюються з метою підвищення надійності цінних паперів, що випускаються.

Порівнюючи сек'юритизацію в деяких її аспектах з традиційною формою кредитування під забезпечення, одразу ж помічаємо очевидну відмінність у частині передачі кредитного ризику. Так, у разі надання забезпеченого кредиту, джерелом кредитного ризику стає позичальник, який такий кредит отримує. При сек'юритизації ж завдяки застосованому механізму розділення якості активів і надійності самого боржника джерелом кредитного ризику є сам пул активів, який передається. Крім того, при звичайному кредитуванні забезпечення може бути використане лише у разі порушення умов договору, а в проектах сек'юритизації, як правило, активи, що виступають забезпеченням, передаються інвесторам шляхом фідучіарного відступлення на користь довірчого управляючого — трасті [6, с. 57—58]. Надавши кредит та отримавши забезпечення натомість, банк-кредитор зможе здійснити передачу прав за кредитом третій особі лише разом із правами за забезпеченням, що потребує додаткових дій. Говорячи ж про проекти сек'юритизації, інвестор може відступити відповідні права іншій особі, просто передавши їй відповідний цінний папір [6, с. 57—58]. До того ж не буде зайвим у черговий раз зазначити про захист інвесторів від ризиків банкрутства як ініціатора сек'юритизації, так і самої спеціальної юридичної особи, що є родзинкою саме проектів сек'юритизації.

Досліджуючи відмінні ознаки сек'юритизації, не можемо не звернутися до порівняльного аналізу сек'юритизації та факторингу. Ф. Вуд при характеристиці сек'юритизації доходить висновку, що сек'юритизація за своєю природою є більш складною формою факторингу або обліку вимог [5, с. 450].

Як зазначає С. Шварц, межа відмінностей між сек'юритизацією та факторингом є не завжди чіткою, оскільки відомі схеми сек'юритизації без випуску цінних паперів (наприклад, шляхом залучення кредитних коштів) та випадки, коли фактор здійснює випуск цінних паперів з метою залучення фінансування [8, с. 144]. Однак з такою позицією погодитися важко, оскільки, як вже вище було розглянуто, угоди із залученням кредитів та без випуску цінних паперів певною мірою можуть мати подібні із сек'юритизацією ознаки, але позбавлені ключового її елементу — випуску цінних паперів, а тому, на нашу думку, не повинні підводитися під поняття сек'юритизації. Випуск фактором цінних паперів лише на перший погляд та лише за формою, а не за суттю, може здатися подібним до сек'юритизації. Адже остання характеризується наявністю такого особливого суб'єкта як спеціальна юридична особа — юридично відокремленого та незалежного від ініціатора сек'юритизації з притаманним йому високим рівнем захисту від банкрутства, що не можна сказати про фактора, який до того ж досить часто може виступати дочірньою компанією чи іншим чином пов'язаною особою з клієнтом.

Безумовно, сек'юритизація та факторинг мають подібність, але вона головним чином зводиться до притаманного обом цим категоріям відступлення прав грошової вимоги третій особі. Всі інші критерії подібності (однорідність та відокремленість активів, можливість здійснення відступлення і т. п.), як правило, слідує із особливостей здійснення відступлення як такого відповідно до законодавства певної держави. Їх об'єднує також мета — отримання швидкого фінансування, але є низка відмінностей між факторингом та сек'юритизацією в тому, як така мета досягається.

Основною відмінною рисою між факторингом та сек'юритизацією, яку відмічає й Ф. Вуд, є те, що фактор не є спеціальною юридичною особою, створеною саме для цілей сек'юритизації та основною метою якої є випуск цінних паперів,

забезпечених активами [5, с. 451]. Фактором же виступає банк, фінансова установа або інша особа, яка відповідно до законодавства може здійснювати факторингові операції. Крім наявності спеціальної юридичної особи, сек'юритизація відрізняється від факторингу ще й наявністю інших учасників: інвестори, рейтингові агентства, трасті, які не залучаються при здійсненні факторингових операцій. За Х. П. Бером, до відмінностей між сек'юритизацією та факторингом також відносяться строковість вимог (сек'юритизація — можуть бути як короткострокові, так і довгострокові вимоги; факторинг — як правило, короткострокові вимоги), мінімальні суми угод (при сек'юритизації суми угод досить часто є значно більшими порівняно з факторинговими операціями), учасник, що здійснює обслуговування відступлених вимог (у проектах сек'юритизації, як правило, обслуговування активів продовжує здійснювати ініціатор сек'юритизації, а у разі факторингу такі функції покладаються на фактора), умова повідомлення боржників про відступлення права вимоги та заміну сторони (сек'юритизація: досить часто (залежно від законодавства держави здійснення угоди) повідомлення боржників не здійснюється; факторинг: як правило, згадане повідомлення вимагається (залежно від законодавства здійснення угоди та виду факторингу) [6, с. 62—65]. Х. П. Бер також звертає увагу на відмінності в націленості на отримання прибутку спеціальної юридичної особи в проектах сек'юритизації та фактора в угодах факторингу. Так, спеціальна юридична особа не має за мету отримання прибутку, що не можна сказати про фактора при здійсненні факторингових операцій [6, с. 64].

Здійснюючи порівняння сек'юритизації та факторингу, О. І. Виговський доповнює згаданий вище перелік відмінностей, наведений науковцями, розбіжностями в схемі розподілу ризику (у факторингових операціях ризик неплатежу несе фактор або клієнт, а при сек'юритизації фактично такий ризик покладається

на інвесторів) та в цільовому характері використання активів після їх відчуження, зокрема в проектах сек'юритизації відступлені активи використовуються виключно для фінансування виплат за цінними паперами, а у випадку наявності надлишкової кількості активів або отриманих за їх рахунок коштів після повного погашення цінних паперів такі активи чи кошти повертаються на підставі окремих договорів ініціатору сек'юритизації [10, с. 74]. На додаток, О. І. Виговський наголошує на важливій ролі характеру переданих активів як джерела фінансування та на їх високоліквідності порівняно з активами у факторингових операціях [10, с. 74].

Досить часто випуск боргових цінних паперів (як правило, облігацій) із забезпеченням (англ. covered bonds) (далі — забезпечені облігації) називають сек'юритизацією. При цьому, незважаючи на деяку подібність зазначених категорій, вони не є тотожними. Порівняно з сек'юритизацією забезпечені облігації вже були відомі ще в другій половині XVIII ст.

Під забезпеченими облігаціями розуміють довгострокові цінні папери, які є забезпеченими певними активами емітента таких цінних паперів [7, с. 142]. Рисами, які відрізняють забезпечені облігації від сек'юритизації та на які особливо увагу звертає С. Шварц, є у разі випуску забезпечених облігацій, по-перше, можливість задоволення вимог інвесторів, що не покриваються забезпеченням за рахунок інших активів емітента (можливість подвійного регресу) та, по-друге, так звана мобільність пулу активів [7, с. 143]. Можливість подвійного регресу у разі випуску забезпечених облігацій означає, що власники зазначених облігацій при задоволенні своїх вимог не обмежені лише активами, що виступають забезпеченням за випущеними облігаціями. У разі якщо зазначених активів недостатньо для забезпечення вимог інвесторів за облігаціями, їхні вимоги можуть бути задоволені за рахунок інших активів емітента. У разі сек'юритизації вимоги інвесторів обмежені виключно

активами, переданими в забезпечення за цінними паперами відповідно до умов проекту. «Мобільність» пулу активів у разі випуску забезпечених облігацій передбачає можливість заміни частини чи всіх активів, що передаються в забезпечення у разі зниження їх якості, на активи вищої якості протягом строку обігу облігацій. У проектах сек'юритизації така можливість відсутня. Крім того, у разі випуску забезпечених облігацій досить часто активи, які виступають в забезпечення, залишаються на балансі емітента [7, с. 143]. При цьому можливі випадки їх передачі спеціально створеній для таких цілей компанії, яка створюється емітентом, але така компанія, як правило, не відповідає всім ознакам, притаманним спеціальній юридичній особі в проектах сек'юритизації. Таким чином, сек'юритизація є способом позабалансового фінансування, а забезпечені облігації (в більшості випадків) — балансовим.

Подібним між сек'юритизацією та випуском забезпечених облігацій є те, що в обох випадках здійснюється випуск цінних паперів, які забезпечуються пулом однорідних та відокремлених активів [7, с. 143]. Як у проектах сек'юритизації, так і при емісії забезпечених облігацій інвестори різною мірою, але є захищеними від ризику банкрутства емітента. В обох випадках використовуються якісні активи.

Одним із різновидів забезпечених облігацій є іпотечні облігації. Особливості та моделі випуску іпотечних облігацій є досить різноманітними та залежать від національного законодавства держав. Для прикладу, у Франції випуск облігацій здійснюється дочірньою компанією банку, яка створюється спеціально для купівлі активів з наступним випуском облігацій та управління якою здійснюється материнським банком [9, с. 209]. Водночас така компанія не має штату працівників та інших ресурсів для функціонування як кредитна установа. У Франції, Швейцарії та Австрії можливим є створення одного чи декількох централізованих емітентів облігацій,

учасниками яких виступають інші кредитні організації [9, с. 211—212]. Такі емітенти здійснюють випуск іпотечних облігацій, а прибуток, отриманий у такий спосіб, передається відповідним їх учасникам. Самі ж учасники можуть (Австрія) або не можуть (Швейцарія) самостійно здійснювати випуск іпотечних облігацій. У деяких державах діють норми, які дозволяють будь-яким банкам здійснювати випуск іпотечних облігацій (Іспанія, Болгарія) [9, с. 216].

В Україні Закон «Про іпотечні облігації» передбачає можливість випуску двох видів іпотечних облігацій: звичайних та структурованих [11]. Випуск звичайних облігацій здійснюється самим банком, який несе відповідальність за зобов'язаннями, що слідує з іпотечних облігацій як наданим у забезпечення за облігаціями іпотечним покриттям, так і всім іншим своїм майном. Для звичайних облігацій є характерною можливість здійснення заміни активів, переданих у забезпечення протягом строку обігу облігацій та включення нових активів до складу іпотечного покриття. З цього слідує, що звичайні іпотечні облігації є типовою формою забезпечених облігацій та балансовим методом рефінансування, відмінним від сек'юритизації. Виключним правом випуску структурованих іпотечних облігацій наділена спеціалізована іпотечна установа, відповідальність якої за випущеними облігаціями обмежується виключно активами, переданими в забезпечення. Активи вважаються переданими спеціалізованій іпотечній установі у безвідкличному порядку. Однак законодавчо закріплюється можливість заміни або викупу активів продавцем у разі, якщо на момент включення таких активів до складу іпотечного покриття такі активи не відповідали вимогам, визначеним у проспекті емісії. На випадок банкрутства продавця активів такі активи не можуть бути повернуті продавцю. У той самий час таке повернення активів можливе у разі, якщо їх передача була здійснена внаслідок протиправних дій, про які спеціалізованій іпотечній уста-

нові було відомо (повинна була знати). При цьому передані в забезпечення активи є відокремленими від іншого майна емітента та не включаються до конкурсної маси емітента (характерна особливість як для звичайних іпотечних облігацій, так і для структурованих). Таким чином, структуровані іпотечні облігації мають значно більше подібних із сек'юритизацією ознак (відокремлений характер активів, відступлення активів та випуск облігацій третьою особою, обмеження випадків заміни та зворотного викупу активів, переданих у забезпечення, захист активів від банкрутства продавця активів) порівняно із звичайними іпотечними облігаціями. Водночас однією з основних ознак сек'юритизації є забезпечення повного захисту переданих активів від ризиків, пов'язаних із банкрутством як ініціатора сек'юритизації, так і спеціальної юридичної особи. З метою реалізації останнього на законодавчому рівні держав передбачаються спеціальні норми у сфері визначення особливого правового статусу спеціальної юридичної особи. На сьогодні українське законодавство не містить такого спеціального правового регулювання, у т. ч. щодо врегулювання й інших аспектів сек'юритизації, що позбавляє учасників можливості користуватися всіма перевагами сек'юритизації та зводить нанівець можливість підпорядкування таких проектів українському праву.

Як бачимо, забезпечені облігації та сек'юритизація не є ідентичними поняттями та акумулюють низку відмінностей та особливостей, притаманних кожній із цих категорій. Зазначені категорії не є взаємозамінними та використовуються як самостійні інститути, але можуть взаємодоповнювати один одного та поєднуватися на практиці в рамках одних і тих самих проектів (наприклад, випуск у процесі сек'юритизації корпорацією Ahorro y Titulizacion (Іспанія) цінних паперів, забезпечених раніше випущеними іпотечними облігаціями) [9, с. 242—244].

Неможливість здійснення проектів сек'юритизації відповідно до українського права у зв'язку з відсутністю належного

правового регулювання такого роду трансакцій є однією з тих причин, що сприяють застосуванню транскордонної сек'юритизації. Транскордонний характер сек'юритизації проявляється завдяки наявності в структурі таких проектів іноземного елементу. На думку деяких науковців, у проєктах сек'юритизації прослідковуються практично ідеальні умови для набуття такими проєктами транскордонного характеру [12]. Це багато в чому пояснюється структурою проєктів сек'юритизації активів, якій притаманні декілька етапів, які можуть бути реалізовані в різних юрисдикціях. Проєкти сек'юритизації у значній кількості є транскордонними в силу того, що продаж активів може здійснюватися офшорній спеціальній юридичній особі, яка випускає цінні папери для кола іноземних інвесторів. Так, учасники можуть знаходитися у різних юрисдикціях, а передача активів здійснюватися спеціальною юридичною особою, яка знаходиться в іноземній для ініціатора сек'юритизації юрисдикції. У такий спосіб і без того складна структура проєктів сек'юритизації ще ускладнюється появою іноземного елементу, що породжує низку питань правового регулювання (у т. ч. колізійного), що стосуються до сфери дії міжнародного приватного права.

Як підсумок зазначимо, що проєкти сек'юритизації об'єднують низку правочинів, що укладаються між порівняно значною кількістю учасників, які, незважаючи на їх, здавалося б, правову самостійність та визначеність, у проєктах сек'юритизації набувають особливих ознак та повинні відповідати спеціальним вимогам, що породжує необхідність існування спеціального правового регулювання в сфері сек'юритизації. Залучення при здійсненні сек'юритизації спеціальної юридичної особи, наділеної спеціальною правосуб'єктністю, юридично відокремленої від ініціатора сек'юритизації та такої, що користується захистом від ризику банкрутства, що дозволяє ізолювати відчужені активи в межах правового поля, є однією (але не єдиною) з тих ключових особливостей, яка відрізняє сек'юритизацію від інших способів залучення

фінансування, таких як: забезпечене кредитування, факторинг, випуск забезпечених цінних паперів і т. п. Цінні папери, випущені такою спеціальною юридичною особою, забезпечуються переданими активами, які, в свою чергу, завдяки поєднанню норм законодавства та договірного регулювання між учасниками (у т. ч. завдяки дотриманню принципу дійсного продажу активів — англ. *true sale*) не можуть бути повернуті ініціатору сек'юритизації, у т. ч. у разі його банкрутства, забезпечуючи інтереси інвесторів — власників випущених цінних паперів. Врахо-

вуючи всі переваги сек'юритизації, виведення її з правового вакууму в Україні відкрило б багато нових можливостей для потенційних учасників таких проєктів на шляху пошуку нових форм фінансування. На сьогодні ж, на жаль, чинне законодавство України не містить того комплексу правових норм, які б забезпечили можливість здійснення сек'юритизації відповідно до українського права, породжуючи у такий спосіб практику застосування суб'єктами транскордонної сек'юритизації.

Список використаних джерел

1. Методичні рекомендації щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України: затверджені постановою Правління Національного банку України від 02.08.2004 р. № 361. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0361500-04>.
2. Иванов О. М. Секьюритизация кредита: три вызова праву // Вестник Университета имени О. Е. Кутафина (МГЮА). — 2016. — № 2. — С. 58—77.
3. Лопатина Д. А. Секьюритизация как инструмент финансирования в международном обороте: частноправовые аспекты // Право и политика. — 2009. — № 6. — С. 1290—1298.
4. Hudson Alastair. The Law and Regulation of Finance. — London: Sweet & Maxwell, 2013. — 1572 p.
5. Wood Ph. Law and Practice of International Finance. — London: Sweet & Maxwell, 2008. — 600 p.
6. Бэр Х. П. Секьюритизация активов. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 624 с.
7. Schwarcz S. L. Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds // The Journal of Corporation Law. — 2013. — Vol. 39. — P. 129—154.
8. Schwarcz S. L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business & Finance. — 1994. — Vol. 1:133. — P. 133—154.
9. Вриз Роббе Ж. Ж. де, Али Поль. Секьюритизация и право. — М.: Волтерс Клувер, 2008. — 600 с.
10. Виговський О. Правові аспекти здійснення сек'юритизації активів // Юридична Україна. — 2016. — № 3—4. — С. 72—79.
11. Закон України «Про іпотечні облігації» № 3273-IV від 22 грудня 2005 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3273-15/page>.
12. Xin Zhang. Trends And Developments In Cross-Border Securitisation, Part 1 // Journal of International Banking & Financial Law. — 2000. — Volume 15. — Issue 7.

Дедовец Елена. Секьюритизация активов как правовая категория: понятие и основные признаки.

В рамках данной статьи исследуются основные признаки, свойственные классической секьюритизации активов как комплексному правовому явлению. Определение основных признаков секьюритизации активов осуществляется на основании сравнительного анализа секьюритизации активов с такими правовыми категориями как обеспеченное кредитование, факторинг, выпуск обеспеченных ценных бумаг, в частности ипотечных облигаций. Особое внимание уделяется исследованию действующего законодательства Украины на предмет возможности осуществления секьюритизации по украинскому праву. В статье рассматриваются причины приобретения проектами секьюритизации активов трансграничного характера.

Ключевые слова: секьюритизация активов, факторинг, обеспеченные ценные бумаги, ипотечные облигации, специальное юридическое лицо, банкротство, трансграничная секьюритизация.

Didovets Olena. Asset securitisation as a legal category: concept and main peculiarities.

This article is aimed to examine the main peculiarities of the true sale asset securitisation as a complex legal phenomenon. Determination of the main peculiarities of the asset securitisation is exercised by means of the comparative analysis of the asset securitisation with such legal categories as secured lending, factoring and issuing of covered bonds, in particular mortgage bonds. Unconditionally, asset securitisation and factoring have common features, but substantially such similarity comes down to assignment of receivables that is typical to both of them. Other criteria of similarity, as a rule, result from assignment as such according to the peculiarities of the legal regulation of a particular state. Factoring and securitisation are the methods of financing that have the same goal, but achieve such goal by the different means. From factoring that lacks issuing of securities we go to the covered bonds where securities issue is a key point. As the matter stands, based on the comparative analysis between asset securitisation and covered bonds we conclude that because of the double recourse, «mobility» of the pool of the assets, less level of the bankruptcy remoteness being characteristic for covered bonds, these categories are different in a legal view.

The asset securitisation involves a lot of legal transactions conducted by significant number of participants. Despite of some legal independence and legal certainty of such transactions, in the projects of asset securitisation such transactions obtain special characteristics that require special legal regulation in this sphere. Involving of the special purpose vehicle (with its bankruptcy remoteness and special legal personality) to the projects of asset securitisation is one of the key peculiarities that distinguish the asset securitisation from other forms of financing. In the asset securitisation securities issued by the special purpose vehicle are secured by the transferred assets that, by the way, due to combination of statutory provisions and contract clauses couldn't be returned to the originator, in particular in case of bankruptcy of the latter. Thus, interests of investors are highly protected in the securitisation transactions.

In this article special attention is also given to analysis of the effective Ukrainian legislation with a view to define whether the asset securitisation is possible under the Ukrainian law. Results of such analysis show that legal opportunity to issue ordinary or structured mortgage bonds provided under the Ukrainian law is not equal to the asset securitisation. Notwithstanding some similarity between legal regime of the structured mortgage bonds and the asset securitisation, these legal categories are different and should be distinguished.

Lack of the proper regulation in the sphere of securitisation in some jurisdiction may cause the choice of the parties to go in for cross-border securitisation. The cross-border securitisation takes place when the participants of the project are in different jurisdictions, in particular more often transferring of the asset is exercised to the special purpose vehicle incorporated in the foreign (for originator) jurisdiction. Therefore, already rather complex structure of the securitisation project becomes even more complicated resulting from appearance of the foreign element that causes the series of issues in the sphere of legal regulation (in particular conflict of laws regulation).

Keywords: *asset securitisation, factoring, covered bonds, mortgage bonds, special purpose vehicle, bankruptcy, cross-border securitisation.*