

Науменкова С.В.,

доктор економічних наук,
завідувач кафедри банківської справи
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

Буй Т.Г.,

аспірант кафедри банківської справи
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

ВИКОРИСТАННЯ СТРУКТУРОВАНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ В УКРАЇНІ

Висвітлено підходи до визначення і класифікації структурованих цінних паперів, створених на основі фінансового інжинірингу; обґрунтовано доцільність використання таких цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні; запропоновано практичні рекомендації щодо методів оцінки структурованих цінних паперів.

The approaches to the definition and classification of the structured securities created on the basis of financial engineering are highlighted, advisability of structured securities use in Ukrainian corporate financing is grounded and practical advice on the methods of structured securities valuation is proposed.

Ключові слова: фінансовий інжиніринг, фінансові інструменти, структуровані цінні папери, українські корпорації.

Світова економічна криза загострила увагу багатьох науковців на проблемах використання й оцінки похідних фінансових інструментів, що зумовлено стрімким зростанням загального обсягу операцій із фінансовими деривативами. Водночас у обігу на світових фінансових ринках перебуває велика кількість різноманітних інноваційних фінансових продуктів із якісно новими характеристиками, створених на основі технологій фінансового інжинірингу, — структурованих цінних паперів. Унаслідок різкого збільшення обсягів операцій із новими фінансовими інструментами постає потреба в поглибленаому дослідженні їхніх характеристик та сфері можливого застосування українськими корпораціями в умовах обмеженості джерел фінансування й посилення фінансової нестабільності.

Дослідженням проблеми використання й оцінки структурованих цінних паперів займаються такі зарубіжні науковці, як В. Бансал, Т. Кім, Р. Кноп, Р. Колб, Дж. Маршалл, Дж. Овердал, Д. Сатьяджит, Ф. Фабоцци, Дж. Фіннерті. На жаль, окреслена проблема має обмежене висвітлення у працях вітчизняних науковців. Деякі аспекти випуску й обігу структурованих цінних паперів розглянуто такими російськими та українськими авторами, як З.О. Воробйова, М.Ю. Глухов, Я.М. Міркін, В.І. Міщенко, Л.В. Саввінов.

Метою даної статті є теоретичне обґрунтування сутності структурованих цінних паперів як продуктів фінансового інжинірингу, підходів до їх класифікації й оцінки, а також надання практичних рекомендацій щодо їх можливого використання в умовах української економіки.

Насамперед слід зазначити, що стрімке поширення структурованих цінних паперів є характерною ознакою розвитку фінансових систем економічно розвинутих країн та зумовлене таким:

- підвищеннем вимог емітентів та інвесторів до забезпечення відповідного рівня ліквідності, доходності й ризиковості цінних паперів, що спричиняє збільшення попиту на фінансові інструменти з необхідними характеристиками;
- можливостями застосування фінансового інжинірингу для створення фінансовими посередниками продуктів із заданими характеристиками, в яких у ролі базового активу використовуються не лише цінні папери, а й індекси, процентні ставки, кредитні угоди, біржові товари тощо;
- зростанням унаслідок розвитку сучасних технологій хеджування ризиків спекулятивних операцій та збільшенням короткострокової спекулятивної складової в потоках фінансового капіталу в економічно розвинутих країнах, що потребує вдосконалення механізму використання й оцінки інвестиційних продуктів.

Із великої кількості складних фінансових інструментів виокремлюють структуровані, комбіновані, гібридні й похідні цінні папери, отже, є потреба в уточненні їх сутнісних ознак.

Треба зауважити, що у світовій практиці досі не існує єдиних підходів до визначення структурованих цінних паперів. Комісія з цінних паперів та фондою біржі США (*Prospectus Delivery Requirements in Firm Commitment Underwritten Offerings of Securities for Cash, SEC Rule 434*) визначає їх як “цинні папери, грошові потоки за якими залежать від одного чи декількох інструментів або котрі мають вбудовані форварди, опціони, а також цінні папери, виплати за якими залежать від змін вартості активу, індексу, процентної ставки або грошового потоку, що лежить у їх основі”¹.

Експерти Тихоокеанської фондою біржі визначають структуровані цінні папери як “продукти, що походять від або базуються на певному цінному папері або наборі цінних паперів, кошику акцій, індексі, товарі, боргових інструментах, іноземній валюти тощо”². Відповідно до цього підходу деривативи також належать до структурованих цінних паперів, оскільки вони є похідними від певних фінансових інструментів.

На думку М. Глухова, структурованим фінансовим продуктом є “комплексний фінансовий продукт, що випускається переважно комерційними й інвестиційними

¹ Regulation C — Registration / United States Securities and Exchange Commission. — Washington, D.C. 20549. — Reg. 17, CFR 230: [Електр. ресурс]. — <http://www.sec.gov>.

² Багатомовна інтернет-енциклопедія: [Електр. ресурс]. — <http://www.wikipedia.org>.

банками, конструюється для задоволення специфічних потреб клієнтів та має нестандартні характеристики (співвідношення ризику й дохідності, структура потоків), які досягаються шляхом комбінування у структурі продукту постійних і змінних потоків активів (грошових і негрошових), доповнених різноманітними додатковими умовами”³.

Р. Кноп наводить досить вузьке визначення структурованого фінансового продукту як фінансового інструменту, дохідність котрого залежить від інших, простіших інструментів, що входять до його складу. При цьому автор звертає увагу на те, що зазвичай структурований продукт складається із кредиту в його різних проявах та одного або декількох похідних інструментів⁴.

Зовсім іншої думки дотримується Ф. Фабоцці, який зараховує до структурованих фінансових продуктів іпотечні (*mortgage-backed securities*) і забезпечені цінні папери (*asset-backed securities*), тобто продукти сек’юритизації⁵.

Через відсутність єдиного підходу до визначення структурованих цінних паперів виникають певні непорозуміння, що ускладнює їх ідентифікацію й оцінку на практиці. Зокрема, структуровані цінні папери часто плутають із деривативами (похідними цінними паперами), гіbridними та складними цінними паперами.

Слід зазначити, що серед деривативів за номінальною вартістю найпоширенішими в обігу є процентні ф’ючерси і процентні опціони, частка яких у загальному обсязі протягом 1997—2009 років становила близько 90 %. Разом із тим варто звернути увагу на те, що у 2008 році, в умовах світової кризи, обсяг похідних фінансових інструментів скоротився майже на 27 % (табл. 1).

Дериватив є простим, однорідним фінансовим інструментом, який певною мірою пов’язаний із базовим активом та використовується для хеджування ризиків за цим активом або спекулятивних операцій. На відміну від нього структурований цінний папір є комплексним продуктом фінансового інжинірингу, що складається з декількох фінансових інструментів, а саме цінних паперів, деривативів, кредитних угод, зобов’язань (табл. 2).

Термін “гіbridні цінні папери” також має різні тлумачення: їх визначають як фінансові інструменти, що одночасно мають ознаки пайових і боргових цінних паперів, або ототожнюють зі структурованими цінними паперами. На нашу думку, гіbridний цінний папір є продуктом фінансового інжинірингу, який одночасно має характеристики різноманітних фінансових інструментів (акції й облігації, векселя й облігації, двох різних видів облігацій тощо). Більшість гіbridних цінних паперів мають пайову й боргову складові. Гіybridними цінними паперами можуть

³ Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга: Дис. канд. экон. наук: 08.00.10 / Глухов Михаил Юрьевич. — М., 2007. — С. 14.

⁴ Knop R. Structured Products: a complete toolkit to face changing financial markets. — John Wiley & Sons Ltd., 2002. — P. 12.

⁵ Fabozzi F.J. Handbook of Structured Financial Products. — New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1998. — P. 34.

Таблиця 1. Появільні фінансові інструменти: номінальна вартість у обігу з розподілом за видами

Появільні фінансові інструменти	1997		2000		2005		2007		2008		2009 (1 кв.)	
	млрд. дол. США	у % до загального обсягу										
Процентні фіючерси	7586,7	61,1	7907,8	55,5	20 708,7	36,2	26 769,6	33,9	18 732,3	32,4	17 833,7	32,0
Процентні опціони	3639,9	29,3	4734,2	33,2	31 588,2	55,2	44 281,7	56,0	33 978,8	58,7	33 005,8	59,2
Валютні фіючерси	42,3	0,3	74,4	0,5	107,6	0,2	158,5	0,2	95,2	0,2	86,1	0,2
Валютні опціони	118,6	1,0	21,4	0,2	66,1	0,1	132,7	0,2	124,8	0,2	107,3	0,2
Фіючерси на фондові індекси	210,9	1,7	368,5	2,6	776,5	1,4	1110,8	1,4	656,0	1,1	592,5	1,1
Опціони на фондові індекси	808,9	6,5	1141,1	8,0	4004,3	7,0	6624,7	8,4	4272,8	7,4	4132,4	7,4
Усього	12 407,3	100,0	14 247,5	100,0	57 251,4	100,0	79 077,9	100,0	57 859,9	100,0	55 757,9	100,0

Джерело: Global Financial Stability Report Financial Stress and Deleveraging. IMF, October 2009. — Statistical appendix. — Р. 22—23; [Електр. ресурс]. — <http://imf.org>.

Таблиця 2. Порівняльна характеристика деривативів і структурованих цінних паперів

Ознака	Дериватив (похідний цінний папір)	Структурований цінний папір	
		Задоволення спеціфічним потребам інвесторів і емітентів щодо забезпечення певного рівня доходності, ліквідності й ризикової	Одні або декілька базових активів
Кількість базових активів	Один базовий актив	Обмежений обг., оскільки похідний цінний папір не може існувати окрім від базового активу	Самостійно обертається на ринку як повноцінний цінний папір
Характер обгу	Однорідний, простий	Комплексний, складається з декількох інструментів	Менш обмежена внаслідок поєднання різних фінансових інструментів
Кількість складових	Обмежена	Безпосередньо за деривативом відсутня, дохід отримується від реалізації прав за базовим активом	Залежить або не залежить від базового активу
Кількість видів	Дохідність	Ризик повністю переміщується від одного участника операції до іншого	Ризик розподіляється в певній пропорції між учасниками операції
Особливості розподілу ризиків	Починкові потоки	Повністю залежать від параметрів базового активу	Мають складну структуру, поєднують постійні і змінні потоки

бути інструменти з будь-якої групи структурованих цінних паперів (конвертована облігація із прив'язкою до фондового індексу, облігація з варрантом тощо).

Складні цінні папери, на відміну від структурованих і гібридних, визначають як такі, що містять і компонент зобов'язання, й компонент капіталу емітента⁶. Отже, основна увага при характеристиці складних цінних паперів приділяється не грошовим потокам, а джерелам формування капіталу. Класичними прикладами складних цінних паперів є привілейовані акції, конвертовані облігації та облігації з варрантом.

Узагальнюючи все викладене вище, можна зробити такий висновок: *структуровані цінні папери* — це комплексні продукти фінансового інжинірингу, що складаються з кількох взаємопов'язаних фінансових інструментів, містять постійні і змінні потоки (грошові й негрошові) та використовуються для задоволення фінансових потреб емітентів та інвесторів у забезпечені відповідного рівня ліквідності, доходності й ризиковості.

Оскільки структуровані цінні папери постають як продукт фінансового інжинірингу, можна виділити чотири основних його методи, що використовуються корпораціями при створенні конкретного виду структурованих цінних паперів: модифікація, комбінування, декомпозиція, пакетний.

Основними видами структурованих цінних паперів, поява яких є результатом застосування відповідного методу фінансового інжинірингу, є забезпечені цінні папери (*asset-backed securities*); конвертовані цінні папери (*convertible securities*); цінні папери із прив'язкою до базового активу (*asset-linked securities*); цінні папери із вбудованими деривативами (*securities with embedded derivatives*). Характеристику всіх перелічених видів структурованих корпоративних боргових цінних паперів подано в табл. 3.

Досить важливим питанням є оцінка структурованих цінних паперів за ринковою або справедливою вартістю. Складність їх оцінки пояснюється тим, що вони за своєю природою є інноваційними, нестандартними фінансовими інструментами з індивідуальними характеристиками.

Залежно від мети й вихідних даних структуровані цінні папери можна оцінювати із застосуванням одного з трьох основних методів оцінки: порівняльного, витратного чи дохідного (табл. 4).

Застосування *порівняльного методу* для оцінки структурованих цінних паперів в умовах українського фондового ринку ускладнюється через відсутність розвиненого вторинного ринку цінних паперів та індивідуальних характеристик структурованих цінних паперів, більша частина яких створюється з конкретною метою для певної групи інвесторів. Немає однакових базових активів, механізмів погашення, умов гарантування майбутніх доходів тощо. Крім того, необхідно розрахувати

⁶ Міжнародні стандарти фінансової звітності. Фінансові інструменти. Керівництво для користувачів щодо офіційного тексту МСБО 32, МСБО 39 та МСФЗ 7 / Пер. з англ. за ред. С.Ф. Голова. — К.: Федерація професійних бухгалтерів і аудиторів України, 2007. — С. 560.

Таблиця 3. Характеристика структурованих корпоративних боргових цінних паперів

Вид структурованих цінних паперів	Характеристика	Мета використання	Класифікація
Конвертовані цінні папери	Боргові цінні папери, які за певних умов можуть бути конвертовані в пайові цінні папери (акції)	Середньострокове залучення капіталу без додаткової емісії акцій під нижчий процент, ніж за традиційними облігаціями	Цінні папери: — з обов'язковою конвертацією; — з необов'язковою конвертацією
Забезпечені цінні папери	Боргові цінні папери, забезпечені активами корпорації, що характеризуються стабільними вхідними грошовими потоками	Довгострокове залучення капіталу під менший процент, ніж за традиційними облігаціями; списання неліквідних активів із балансу	Цінні папери: — іпотечні; — забезпечені іншими видами активів, крім іпотеки
Цінні папери із прив'язкою до базового активу	Боргові цінні папери, дохід за якими залежатиме від певних параметрів базового активу	Хеджування ризиків, пов'язаних зі зміною параметрів базового активу	Цінні папери із прив'язкою до: — акцій; — індексів; — валютних курсів; — процентних ставок
Цінні папери із вбудованими деривативами	Комбінація боргового цінного паперу й деривативу, що містить право інвестора на здійснення певної дії щодо конкретного активу	Хеджування ризиків, пов'язаних зі зміною параметрів базового активу, та створення додаткових можливостей використання цінного папера для інвестора	Цінні папери: — з явно вбудованими деривативами; — з неявно вбудованими деривативами

Таблиця 4. Характеристика основних методів оцінки структурованих цінних паперів

Назва методу	Умови використання	Переваги	Недоліки
Порівняльний	наявність вторинного ринку фінансового інструменту; високий рівень інформаційної прозорості; наявність у обігу великої кількості аналогічних або подібних фінансових інструментів	відсутність необхідності проведення спеціальних розрахунків; універсальність підходів для всіх видів структурованих цінних паперів	неможливість застосування для переважної більшості структурованих цінних паперів зі змінними потоками через їх нестандартність
Витратний	наявність повної інформації про внутрішню структуру цінного папера й ринкові умови; належність усіх складових цінного папера до стандартних фінансових інструментів	висока точність результатів оцінки цінних паперів, щодо яких доступна інформація про їх внутрішню структуру	висока ймовірність похибки при оцінці інструментів зі складною структурою; необхідність ретельного аналізу умов контракту та поточного стану ринку деривативів
Дохідний	наявність принаймні таких умов: даних про майбутні грошові потоки за структурованим цінним папером; історичних даних про грошові потоки; даних, на основі яких визначається тип розподілу випадкової величини при застосуванні методу генерування випадкових значень	відсутність необхідності вивчення внутрішньої структури інструменту; можливість урахування ринкових очікувань інвесторів; можливість оцінки на основі випадкових величин та історичних даних; зручність використання з метою порівняння різних інструментів	висока трудомісткість оцінки для інструментів, за якими неможливо спрогнозувати майбутні грошові потоки; ймовірність похибки за умови відсутності точних даних про тип розподілу випадкових величин

вартість порівнюваних продуктів із урахуванням фактора часу, що є досить складним для структурованих цінних паперів, вартість яких може коливатися протягом дня. Усе це свідчить про неефективність порівняльного методу для оцінки структурованих цінних паперів.

Витратний метод базується на визначенні сукупних витрат, потрібних для відтворення або заміщення об'єкта оцінки. Використання цього методу передбачає наявність інформації про внутрішню структуру фінансових інструментів, яка не завжди є доступною через неповноту її розкриття емітентами й інвесторами. Оцінка структурованих цінних паперів витратним методом здійснюється в такій послідовності⁷: 1) визначення поточної вартості майбутньої гарантованої частини виплат за продуктом (при її наявності); 2) визначення опціонної стратегії, закладеної у структурований цінний папір, базових рівнів (страйків), розміру позиції, що забезпечує необхідну дохідність, та визначення вартості опціонної позиції. Таким чином, вартість структурованого цінного папера може бути обчислена як сукупність поточних вартостей гарантованої частини виплат і опціонної позиції.

Зауважимо, що використання витратного методу дає найточніші результати при оцінці структурованих цінних паперів із визначеною внутрішньою структурою або цінних паперів, внутрішню структуру яких можна відтворити відповідно до умов здійснення виплат. При цьому слід зазначити, що існують структуровані цінні папери із вбудованими опціонами, які відрізняються від стандартних опціонів наявністю додаткових умов. Розрахунок вартості таких опціонів може здійснюватися на основі опціонних калькуляторів, котрі дають змогу врахувати всі входні дані та визначити вартість опціону різними методами.

Дохідний метод є основним для оцінки фінансових інструментів, що генерують грошові потоки, оскільки він найточніше відображає вартісні результати інвестиційного рішення⁸.

Залежно від набору фінансових інструментів, що входять до складу певного виду структурованих цінних паперів, їх оцінку можна здійснювати в такі способи:

- 1) розрахунок очікуваних грошових потоків із урахуванням ризику цінного папера;
- 2) обчислення вартості шляхом генерування випадкових значень змінних;
- 3) обчислення вартості за історичними даними.

Перший спосіб доцільно використовувати для структурованих цінних паперів, за якими можна з високою ймовірністю спрогнозувати грошові потоки. У разі якщо за структурованим цінним папером неможливо визначити грошові потоки, обчислення вартості доцільно здійснювати у другий спосіб (метод Монте-Карло, метод статистичних досліджень). Зазначимо, що, незважаючи на випадковий характер значень

⁷ Кулаков Ю. Вопросы оценки структурированных финансовых продуктов: [Електрон. ресурс]. — <http://www.unisoncapital.ru>.

⁸ Там само.

доходу за структурованим цінним папером, використанням даного методу надає можливість врахувати очікування інвестора щодо ринкової ситуації й характеру руху цін на базові активи. Третій спосіб передбачає використання історичних даних про грошові потоки, що були генеровані певним фінансовим інструментом. При цьому всі розрахунки здійснюються так само, як при обчисленні вартості шляхом генерування випадкових значень змінних.

Отже, оцінку структурованих цінних паперів доцільно здійснювати витратним або доходічним методом, і її ефективність великою мірою залежить від наявності точної інформації про структуру фінансового інструменту, грошових і негрошових потоків, які він генерує, а також очікувань інвесторів щодо поведінки базових активів за структурованими цінними паперами.

На основі порівняльного аналізу якісних характеристик структурованих цінних паперів нами виокремлено перелік їх видів, котрі за певних умов можуть бути використані українськими корпораціями (табл. 5).

Таблиця 5. Напрями використання окремих видів структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні

Назва структурованих цінних паперів	Вид структурованих цінних паперів за терміном обігу	Спрямованість використання структурованих цінних паперів
Конвертовані облігації	довгострокові	Залучення довгострокових фінансових ресурсів новоствореними корпораціями або корпораціями з несталою структурою власності, щодо яких очікується зростання вартості акцій
Кредитні ноти	довгострокові	Залучення довгострокових фінансових ресурсів корпораціями фінансового сектору під забезпечення кредитним пулом
Забезпечені цінні папери в корпоративному пулі	довгострокові	Залучення довгострокових фінансових ресурсів невеликими корпораціями з нестійким рівнем доходності
Цінні папери із прив'язкою до базового активу	короткострокові, довгострокові	Залучення короткострокових і довгострокових фінансових ресурсів великими корпораціями, цінні папери яких перебувають у обігу на фондовому ринку
Цінні папери із вбудованими деривативами	короткострокові, довгострокові	Залучення короткострокових і довгострокових фінансових ресурсів корпораціями, цінні папери та продукція яких перебувають у біржовому обігу

Перспективним видом структурованих цінних паперів в українському корпоративному секторі є *конвертовані облігації*. Незначний інтерес інвесторів до цих цінних паперів спричинений несталою структурою власності українських корпорацій, недосконалістю механізму випуску й обігу конвертованих облігацій та складністю їх оцінки, а також тривалістю процесу розміщення конвертованих боргових інструментів в Україні (блізько шести місяців).

Одним із структурованих продуктів, котрі можуть використовуватись у фінансуванні корпорацій, є забезпечені боргові цінні папери, які набули поширення при розміщенні українськими корпораціями облігацій у іноземній валюті через іноземні SPV (спеціальні інвестиційні компанії). Однак через тимчасове обмеження

можливостей виходу на іноземні ринки в умовах світової економічної кризи перед українськими корпораціями постало завдання пошуку можливостей сек'юритизації на внутрішньому ринку. Незважаючи на те, що дохідність забезпечених боргових цінних паперів для інвесторів є нижчою порівняно зі звичайними корпоративними облігаціями, в умовах кризи вартість використання цих інструментів для корпорацій залишається досить високою.

На сьогодні доволі привабливим інструментом для корпорацій є синтетична сек'юритизація шляхом випуску *кредитних нот* (*credit linked note, CLN*) — облігацій, виплати за якими залежать від певних подій, що відбулися із кредитним портфелем, або змін кредитних показників певного пулу активів⁹. За своєю фінансовою природою кредитні ноти посідають проміжну позицію між забезпеченими цінними паперами та цінними паперами із прив'язкою до базового активу, оскільки мають ознаки обох інструментів. Із одного боку, кредитні ноти зменшують ризики інвестора через механізм реалізації прав на активи, що виступають у ролі забезпечення, з другого — зменшують ризики емітента, оскільки їх дохідність залежить від надходжень за активами, а в разі неповернення кредитів, що виступають у ролі забезпечення, дохід інвестору не виплачується.

Найважливішою перевагою кредитних нот для українських корпорацій є можливість їх випуску без участі SPV, що дає змогу істотно скоротити витрати на створення й адміністрування цієї компанії. При цьому розміщення кредитних нот здійснюється шляхом відкритого продажу на ринку цінних паперів. Серед інших переваг від використання кредитних нот варто назвати такі:

Для корпорації-емітента:

- повна або часткова передача кредитного ризику за портфелем активів;
- можливість інвестування коштів, отриманих від продажу кредитних нот, у корпоративний розвиток або формування нового портфеля активів;
- позбавлення необхідності надання інвесторам додаткових гарантій і застав, із використанням у ролі забезпечення існуючого портфеля активів.

Для інвестора:

- гарантоване повернення основної суми боргу за рахунок активів, що виступають у ролі забезпечення за кредитними нотами, навіть за умови банкрутства емітента або його відмови вчасно повернати борг;
- вища, порівняно із традиційними корпоративними облігаціями, дохідність.

Застосування кредитних нот як цінних паперів, що посідають проміжну позицію між забезпеченими цінними паперами та цінними паперами із прив'язкою до базового активу, доступне не для всіх корпорацій, оскільки вимагає наявності великого портфеля однорідних активів. Найімовірнішими потенційними емітентами

⁹ Витвицкий М. Синтетическая секьюритизация как инструмент управления кредитным риском // Материалы Международного банковского клуба “Аналитика без границ”: [Электрон. ресурс]. — <http://www.mbk.ru>.

кредитних нот в Україні є комерційні банки і крупні нефінансові корпорації, що мають значний обсяг дебіторської заборгованості, тобто постійно надають комерційні кредити.

Однією з актуальних проблем української економіки є фінансування невеликих і новостворених корпорацій, розв'язання якої можливе шляхом випуску *боргових цінних паперів, забезпечених у корпоративному пулі*, з участю фінансового посередника з високим кредитним рейтингом, наприклад комерційного банку. При цьому не виникає потреби у створенні SPV, що сприяє значній економії ресурсів. Водночас така емісія не може здійснюватися без участі фінансового посередника, функції якого полягають у:

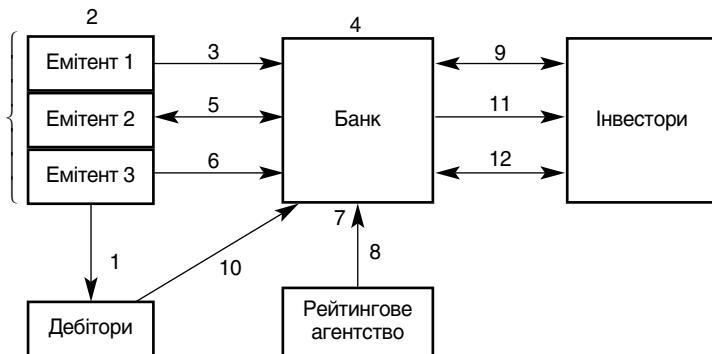
- збиранні заявок та оцінюванні кредитоспроможності учасників пулу;
- оцінці фінансової надійності активів, що пропонуються в ролі забезпечення за цінними паперами;
- купівлі активів, які пропонуються в ролі забезпечення;
- випуску забезпечених цінних паперів із високим кредитним рейтингом від свого імені;
- погашенні забезпечених цінних паперів за рахунок доходів, отриманих від викупленіх у корпорації активів.

Загальна схема випуску боргових цінних паперів, забезпечених у корпоративному пулі, зображена на рисунку.

На особливу увагу заслуговує система розподілу ризиків при використанні даної схеми випуску забезпечених цінних паперів. Хоча банк повністю викуповує заборгованість корпорацій, тобто набуває права власності на активи, що виступають у ролі забезпечення, він має можливість хеджувати кредитний ризик за цими активами з допомогою придбання кредитних свопів у корпорації. У разі неповернення основної суми боргу або процентів за активами банк повертає корпорації боргові папери (кредитні договори, векселі) та має право вимагати від неї грошову компенсацію в розмірі основної суми боргу і процентів, що залишилися до погашення (або іншої суми, передбаченої угодою про кредитні свопи). Таким чином, корпорації отримують фінансові ресурси від розміщення забезпечених цінних паперів, але самостійно несуть кредитний ризик за активами, які були сформовані ними й передані банку.

Високий кредитний рейтинг цінних паперів, забезпечених у корпоративному пулі, є наслідком високої надійності і кредитоспроможності банку-емітента та реельної перевірки надійності активів, що виступають у якості забезпечення, менеджерами корпорацій і банку. Застосування корпораціями випусків таких цінних паперів сприятиме збільшенню кількості учасників і обсягів фондового ринку України, поліпшенню умов боргового фінансування корпорацій, посиленню конкуренції на ринку цінних паперів.

В умовах економічної нестабільності особливої актуальності для корпорацій набуває можливість випуску *цінних паперів із прив'язкою до базового активу*. Для



- Рис. Схема випуску й обігу боргових цінних паперів, забезпечених у корпоративному пулі
1. Формування дебіторської заборгованості корпорацій.
 2. Вибір надійних активів, що можуть слугувати як забезпечення за борговими цінними паперами.
 3. Передача банку заявки та інформації про активи, що виступають у ролі забезпечення.
 4. Оцінка фінансової надійності активів, прийняття рішення щодо їх придбання.
 5. Передача активів на баланс банку.
 6. Хеджування кредитного ризику банку з допомогою купівлі кредитних свопів у корпорації.
 7. Формування пулу активів банку, під які планується випуск цінних паперів.
 8. Присвоєння кредитного рейтингу забезпеченням цінним паперам.
 9. Емісія та розміщення цінних паперів серед інвесторів.
 10. Отримання банком доходів за активами, що виступають у ролі забезпечення.
 11. Виплата інвесторам доходів за цінними паперами.
 12. Викуп цінних паперів у інвесторів наприкінці терміну їх обігу.

Рис. Схема випуску й обігу боргових цінних паперів, забезпечених у корпоративному пулі

нівелювання факторів ризику корпорації можуть використовувати як базовий актив за цінними паперами акції, процентні ставки або курси валют. При цьому для компаній, акції яких перебувають у обігу на фондовому ринку, базовим активом мають виступати акції; для тих, що працюють на міжнародних ринках і підпадають під вплив валютних ризиків, — валютні курси; для компаній, які мають велику частку позичкового капіталу, — процентні ставки за банківськими кредитами тощо.

Завдяки випуску цінних паперів із прив'язкою до базового активу корпорації можуть частково перекласти ризики на інвесторів та компенсувати втрати, пов'язані зі змінами економічного середовища. Однак інвестиційно привабливими будуть лише цінні папери з повним чи принаймні частковим захистом основної суми вкладу.

Ще одним видом структурованих боргових цінних паперів, на який слід звернути увагу, є *цінні папери із вбудованими деривативами*. Складність їх застосування залежить від того, якими є деривативи — віддільними чи невіддільними від основного інструменту.

Цінні папери з невіддільними деривативами (облігації із правом досрочно-го викупу, обмінні облігації) можуть оформлюватися шляхом укладення угоди між

емітентом та інвесторами. Тоді як щодо використання віддільних деривативів, дія яких не залежить від поведінки основного фінансового інструменту, існує ціла низка законодавчих і технічних обмежень. Зокрема, не прийнято Закон України “Про похідні цінні папери”, проект якого подано на розгляд у 2007 році; чинні положення, що регулюють випуск і обіг деривативів, часто суперечать одне одному та значно звужують можливості використання деривативів порівняно із загально-прийнятими світовими стандартами.

Теоретично можливий випуск цінних паперів із вбудованими деривативами, які мають різні за економічною природою базові активи — товарні, валютні або фондові цінності. Але найчастіше на практиці використовуються цінні папери із вбудованими опціонами на купівлю інших цінних паперів. Українське законодавство передбачає випуск лише одного виду боргових цінних паперів із вбудованими деривативами — *облігації із варрантом*, що являють собою комбінацію традиційної корпоративної облігації й варранта на придбання акцій. Варрант є різновидом опціону на купівлю (опціон *call*), який випускається емітентом разом із власними облігаціями та надає його власникам право на придбання простих акцій чи облігацій цього емітента протягом певного періоду на заздалегідь узгоджених умовах. Варранти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами й тільки в документарній формі. Термін дії такого опціону не повинен перевищувати один рік, а обсяг базового активу емітента варантів — 50 % обсягу акцій цього емітента, випуски яких було зареєстровано¹⁰.

Згідно з Правилами випуску та обігу фондових деривативів опціони і ф’ючерси на базові активи повинні бути оформлені у вигляді стандартизованих контрактів, підлягають обов’язковій реєстрації у ДКЦПФР та можуть обертатися виключно на фондових біржах і торгово-інформаційних системах¹¹. Оформлення ф’ючерсу як стандартизованого контракту, що обертається на біржовому ринку, відповідає світовій практиці. Проте опціони в розвинутих країнах, як правило, випускаються шляхом укладання відповідного договору між сторонами щодо конкретного майна, яке є предметом певної угоди. За такого механізму здійснення трансакції не виникає потреби реєструвати опціони в державному регуляторному органі, а також висувати вимоги щодо їх розміщення виключно на біржовому ринку.

На сьогодні випуск цінних паперів із вбудованими деривативами є досить дорогим, обтяжливим і ризикованим для українських корпорацій, тому такі цінні папери залишаються поза увагою емітентів та інвесторів. Незважаючи на те, що в Україні облігації з варрантом передбачені законодавчо, існує потреба в упорядкуванні й уніфікації нормативних документів, що регулюють обіг деривативів.

¹⁰ Правила випуску та обігу фондових деривативів: Рішення ДКЦПФР від 24.06.1997 № 13: [Електр. ресурс]. — <http://www.ligazakon.ua>.

¹¹ *Tam samo.*

Таким чином, використання продуктів фінансового інжинірингу, якими є структуровані цінні папери, значно розширює можливості емітентів та інвесторів щодо забезпечення відповідного рівня ліквідності, дохідності й ризиковості цінних паперів.

Приймаючи рішення на користь використання структурованих цінних паперів, українським корпораціям варто враховувати таке:

1. Структуровані цінні папери в умовах української економіки доцільно створювати на основі традиційних однорідних боргових цінних паперів, якими є облігації й комерційні папери.

2. Вартість використання структурованих боргових цінних паперів для українських корпорацій досі залишається доволі високою в умовах кризи.

3. Переважна більшість українських корпорацій характеризується несталою структурою власності, що обмежує використання інвесторами конвертованих боргових інструментів.

4. Відсутність відповідного нормативно-правового забезпечення створює додаткові ризики використання нових фінансових інструментів у корпоративному секторі та ускладнює їх оцінку.

5. З огляду на сучасну економічну ситуацію в Україні, потенційно привабливими для вітчизняних корпорацій можуть бути структуровані цінні папери з повним або частковим захистом основної суми вкладу.

6. Оцінку структурованих цінних паперів доцільно здійснювати витратним або дохідним методом, ефективність застосування якого залежить від наявності точної інформації про структуру фінансового інструменту, грошових потоків, які він генерує, а також очікувань інвесторів щодо поведінки базових активів за структурованими цінними паперами.

За умови створення відповідного правового механізму використання цих боргових цінних паперів розширює можливості корпорацій для фінансування свого розвитку та сприяє підвищенню захисту інвесторів.