

Г. М. Терещенко

ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В УМОВАХ ВІДКРИТОЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Висвітлено питання залучення фінансових ресурсів в умовах відкритої економіки. У контексті дослідження інструментів їх залучення увагу приділено розвитку світових ринків IPO (initial public offering – первинна публічна пропозиція). Це поняття має багато визначень, але найчастіше вживається щодо акцій. Важливим є також те, що в результаті IPO створюється нова вартість бізнесу, котра враховує не лише сучасні активи компанії, якість її управління та торгову марку, а й перспективи розвитку. Проаналізовано ринок IPO США та можливості залучення фінансових ресурсів на таких ринках для вітчизняних компаній. Зазначено, що на фінансовому ринку постійно з'являються інновації, які, по суті, є його реакцією на потреби клієнтів у нових видах фінансових послуг і продуктів. Більшість таких продуктів на світовому ринку – це похідні, або гібридні, фінансові інструменти, основне завдання котрих, незалежно від специфіки, полягає в зниженні інвестиційного чи фінансового ризику переважно шляхом його диверсифікації. Найкрупнішими споживачами подібних інновацій є банки, страхові компанії та інші інституційні інвестори, що прагнуть мінімізувати свої довго- і середньострокові ризики. Зроблено висновок про необхідність створення законодавчої бази для секьюритизації фінансових активів, зокрема шляхом надання можливості здійснення емісії цінних паперів, забезпеченням виконання зобов'язань емітента за якими будуть його ліквідні фінансові активи, а також можливості переведення зобов'язань емітента в боргові та пайові цінні папери. Запропоновано напрями формування ринку похідних цінних паперів, шляхи вдосконалення регулювання захисту прав власників корпоративних боргових цінних паперів, напрями розвитку іпотечних цінних паперів.

Ключові слова: фінансові ресурси, фінансові інструменти, IPO, цінні папери, деривативи.

Рис. 1. Табл. 1. Літ. 13.

А. Н. Терещенко

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ В УСЛОВИЯХ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

Освещены вопросы привлечения финансовых ресурсов в условиях открытой экономики. В контексте исследования инструментов их привлечения внимание уделено развитию мировых рынков IPO (initial public offering – первичное публичное предложение). Это понятие имеет много определений, но чаще всего употребляется относительно акций. Важным является также то, что в результате IPO создается новая стоимость бизнеса, которая учитывает не только современные активы компании, качество ее управления и торговую марку, но и перспективы развития. Проанализирован рынок IPO США и возможности привлечения финансовых ресурсов на таких рынках для отечественных компаний. Отмечено, что на финансовом рынке постоянно появляются инновации, которые, по сути, являются его реакцией на потребности клиентов в новых видах финансовых услуг и продуктов. Большинство таких продуктов на мировом рынке – это производные, или гибридные, финансовые инструменты, основная задача которых, независимо от специфики, заключается в снижении инвестиционного или финансового риска преимущественно путем его диверсификации. Крупнейшими потребителями подобных инноваций являются банки, страховые компании и другие институциональные инвесторы, стремящиеся минимизировать свои долго- и среднесрочные риски. Сделан вывод о необходимости создания законодательной базы для секьюритизации финансовых активов, в частности путем предоставления возможности осуществления эмиссии ценных бумаг, обеспечением выполнения обязательств эмитента по которым будут его ликвидные финансовые активы, а также возможности перевода обязательств эми-

© Терещенко Г. М., 2016

тента в долговие и долевыe ценные бумаги. Предложены направления формирования рынка производных ценных бумаг, пути совершенствования регулирования защиты прав владельцев корпоративных долгових ценных бумаг, направления развития ипотечных ценных бумаг.

Ключевые слова: финансовые ресурсы, финансовые инструменты, IPO, ценные бумаги, деривативы.

Hanna Tereschenko

ATTRACTING FINANCIAL RESOURCES UNDER OPEN ECONOMY OF UKRAINE

The article highlights the issues of attracting financial resources in an open economy. In the context of the research of attraction tools, a special attention is paid to the development of IPO global markets. This concept has many definitions but is most often used for such a type of securities as stocks. It is also important that IPO is resulted in creation of a new business value, which takes into account not only current assets of the company, its management quality and brand name, but also prospects for further development. In particular, US IPO market, along with the possibilities to attract funds in such markets for domestic companies, is analyzed. The author also notes that the financial market constantly breeds innovations, which, in fact, are the market's response to customer needs in new types of financial services and products today. Most of the new products in the global market is a derivative or a hybrid financial instrument, whose main task, regardless of the specifics, is to reduce the investment or financial risk primarily through diversification. The largest consumers of financial innovations are banks, insurance companies and other institutional investors seeking to minimize their long-term and medium-term risks. The study also concludes that there is a need to set a legal framework for securitization of financial assets, in particular by providing the possibility of securities issues, ensuring the fulfillment of the issuer's obligations for liquid financial assets, as well as the possibility of transferring the obligations of the issuer in the debt and equity securities. The author proposes directions of derivatives market formation, ways to improve the protection of the rights of corporate debt securities holders and areas for developing mortgage-backed securities.

Keywords: financial resources, financial instruments, IPO, securities, derivatives.

JEL classification: E44, G20, G28.

Як показує міжнародний досвід, світове господарство й окремі національні економіки не можуть повноцінно функціонувати без переливу капіталу в глобальному масштабі, без його ефективного використання. Це об'єктивна потреба та одна з найважливіших ознак сучасного світового господарства й міжнародних економічних відносин. Маючи на меті інтеграцію у світове господарство, визнаючи необхідність відповідності ідеалам відкритої економіки, не можна не визнати об'єктивності процесів припливу капіталу в Україну. Ключову роль у цьому процесі відіграє фінансовий сектор, що є важливим каналом фінансування економіки: реагуючи на її потреби, він виконує функції акумуляції та перерозподілу вільних фінансових ресурсів. Зважаючи на євроінтеграційні процеси та перспективи входження фінансового сектору України до єдиного фінансового простору ЄС, варто зазначити, що має йтися про більшу відкритість вітчизняної економіки, зокрема про інтеграцію її фінансового сектору до загальносвітового ринку капіталів. Орієнтація нашої держави на ведення бізнесу за європейськими стандартами актуалізує вивчення принципів побудови європейської системи залучення фінансових ресурсів із метою використання її найкращих елементів.

Питанням залучення фінансових ресурсів у економіку України присвячено чимало праць вітчизняних учених. Наприклад, залучення ресурсів через IPO досліджували М. Сорока, І. Фицук, Т. Якимчук [1–3] та ін. Проблема розвитку фінансових інструментів ринку цінних паперів приділено увагу, зокрема, в працях М. Бурмаки, О. Іваницької, К. Клименко, О. Мозгового, В. Шапрана [4–8]. Попри значний доробок українських учених, питання залучення фінансових ресурсів в умовах відкритої економіки та євроінтеграції залишаються актуальними.

За останній час у сфері IPO сформувалися такі тенденції: на фондових ринках зареєстровано відмінні показники ліквідності; зростає конкуренція між світовими фондовими біржами; на місцевих торговельних майданчиках активно проходить публічне розміщення акцій великих компаній; істотно зросла кількість альтернативних джерел фінансування, зокрема з'явилися фонди прямих інвестицій. Головна мета проведення IPO полягає в залученні значного обсягу фінансового капіталу на довгостроковій основі.

На практиці застосовують три методи організації процедури первинної публічної пропозиції акцій на біржовому майданчику (порядок визначення ціни): 1) метод фіксованих цін; 2) метод “формування портфеля”, або “збирання заявок” (*bookbuilding*); 3) аукціон.

Перший метод використовується досить рідко, переважно на занадто регульованих фондових ринках у окремих країнах. Найпоширенішим є другий метод. Як альтернатива йому виник аукціон пропозиції та розподілу акцій при IPO. Він набув особливої “популярності” через численні порушення й зловживання з боку найбільших інвестиційних банків і компаній, що практикували в основному метод “формування портфеля”. Проте аукціонний метод поки що не зміг довести свою спроможність повністю замінити свого загальноприйнятого попередника, тобто метод “формування портфеля”.

Говорячи про майданчик для розміщення IPO, слід зазначити, що українські компанії мають великі можливості для вибору. При цьому вони повинні керуватися такими критеріями [9]:

1. Вимоги для проходження лістингу. В більшості країн відмінності в його процедурі зумовлені розміром компанії, терміном її існування (особливо мінімальною кількістю років, протягом яких вона готувала фінансову звітність, перевірену незалежними аудиторами) та прибутковістю. Альтернативні біржі встановлюють менш жорсткі вимоги для проходження лістингу, ніж основні. Незважаючи на це, в більшості країн спекулятивні компанії створили штучні перешкоди на шляху залучення коштів у рамках IPO.

2. Число аналогічних компаній, котрі вже пройшли лістинг. Чим більше подібних компаній пройшли його на фондовій біржі, тим вищою є імовірність того, що чергова компанія теж вийде на неї. Інвестори, знайомі зі специфікою конкретного ринкового сегмента, наприклад із біотехнологією чи мікроелектронікою, здатні точніше оцінити новачків. Якщо компанія представляє новий

для свого внутрішнього ринку сегмент, інвестори, можливо, не захочуть платити адекватну ціну за акції через недостатню поінформованість щодо стану галузі та її перспектив.

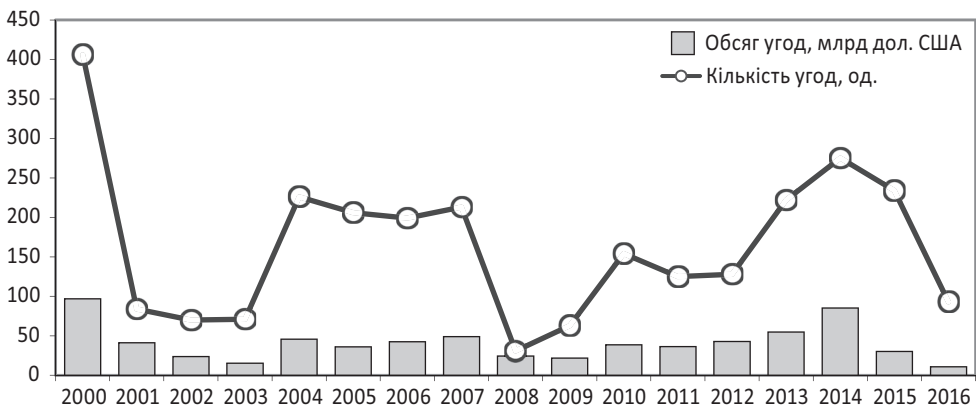
3. Вимоги з підтримки лістингу. Визначаються комісіями з цінних паперів відповідних країн. Фондові біржі висувають вимоги щодо мінімального обсягу торгів, курсу акцій тощо. Якщо останній буде нижчим від встановленого рівня протягом певного періоду, до цих акцій може бути застосована процедура делістингу.

4. Ліквідність і можливість подальшого залучення коштів. Компанія, котра щойно провела IPO, бажає досягти якомога вищої ліквідності своїх акцій. Для цього їй, можливо, слід звернутися на біржу, де працюють маркетмейкери.

5. Збір за проходження лістингу та щорічні платежі за його підтримання. Альтернативні біржі встановлюють менші збори, ніж основні майданчики. Дослідження свідчать, що подібні платежі не є визначальними щодо вибору фондової біржі.

Ринок IPO США демонструє досить високі результати. Так, у 2014 р. залучення у сферу охорони здоров'я збільшилися майже вдвічі порівняно з попереднім роком та в чотири рази перевищували показник десятилітньої давності). Угоди в галузі біотехнологій становили 25 % їх загального обсягу (71 IPO). IPO у сферу високих технологій зросло на 22 % порівняно з минулим роком. IPO енергетики досягло нового рекордного рівня – понад 12 млрд дол. США (рисунок, таблиця).

Згідно з дослідженням Ernst & Young (EY) “Глобальні тенденції на ринку IPO в IV кварталі 2014”, активність на міжнародному ринку IPO й далі зростає: у 2014 р. було укладено 1206 угод на суму 256,5 млрд дол. США; порівняно з попереднім роком їх кількість збільшилася на 35 %, а обсяг залучених



Джерело: побудовано за: Renaissance Capital's 2015 US IPO Annual Review [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.renaissancapital.com/news/renaissance-capitals-2015-us-ipo-annual-review-37648.html.

Рисунок. Активність на ринку IPO США у 2000–2016 рр.

Таблиця. Ринок IPO США в розрізі секторів економіки, 2010–2015 рр.

Сектор	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Число угод, од.	Обсяг угод, млрд дол. США	Число угод, од.	Обсяг угод, млрд дол. США	Число угод, од.	Обсяг угод, млрд дол. США	Число угод, од.	Обсяг угод, млрд дол. США	Число угод, од.	Обсяг угод, млрд дол. США	Число угод, од.	Обсяг угод, млрд дол. США
Технології	42	5,9	44	9,7	38	20,4	45	7,9	55	32,3	32	11,8
Фінанси	29	5,5	13	3,8	21	8,3	45	10,2	36	18,6	62	55,6
Енергетика	18	3,8	28	8,7	25	7,3	22	10,7	30	12,7	22	8,4
Охорона здоров'я	17	1,3	15	5,1	12	0,8	54	8,6	102	9,2	53	9,8
Споживання	18	2,1	12	4,1	15	2,3	19	8,3	16	3,0	50	14,5
Торгівля	7	0,8	1	0,2	3	0,2	3	1,4	8	2,9	17	16,5
Промисловість	7	16,5	2	0,6	5	1,4	14	3,7	10	2,5	31	16,9
Сировина	7	1,1	3	0,8	7	1,7	9	1,5	7	2,0	12	4,4
Транспорт	6	1,6	5	1,6	2	0,4	7	1,8	8	1,6	17	6,7
Зв'язок	3	0,2	1	1,6	0	0,0	4	0,8	2	0,5	9	9,4
Комунальне господарство	0	0	1	0,1	0	0	0	0	1	0,1	5	2,5

Джерело: складено за: Renaissance Capital's 2015 US IPO Annual Review [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.renaissancecapital.com/news/renaissance-capitals-2015-us-ipo-annual-review-37648.html.

коштів – на 50 % [10]. Хоча у 2014 р. було укладено максимальну кількість угод та залучено найбільший обсяг капіталу за період із 2010 р., волатильність міжнародних фондових ринків у жовтні призвела до того, що прогнози на IV кв. 2014 р. не виправдали очікувань. У підсумку, 2014-й став вдалим, але не рекордним роком. На жаль, у 2015 р. обсяги залучень на ринку IPO скоротилися до 156,5 млрд дол. США, передусім через їх істотне зменшення в Азіатсько-Тихоокеанському й Північноамериканському регіонах.

Також слід зазначити, що на фінансовому ринку постійно з'являються фінансові інновації, котрі, по суті, є реакцією ринку на потреби клієнтів у нових видах фінансових послуг і продуктів. Більшість таких продуктів на світовому ринку являють собою похідні, або гібридні, фінансові інструменти, основне завдання яких, незалежно від специфіки, полягає в зниженні інвестиційного чи фінансового ризику переважно шляхом його диверсифікації. Найкрупнішими споживачами подібних інновацій є банки, страхові компанії та інші інституційні інвестори, котрі прагнуть мінімізувати свої довго- й середньострокові ризики.

Одним із них є інструмент, прив'язаний до суми боргу (*equity-linked security* — ELKS). Він є гібридною формою боргового зобов'язання, і його прибутковість прив'язана до інструменту, що покладений у його основу (зазвичай до акцій). ELKS дають більший дохід, ніж базовий інструмент, а термін їх дії найчастіше спливає за рік після випуску. При погашенні за цими цінними паперами виплачується сума основного боргу. Або, якщо вартість основного активу впала нижче за встановлену позначку, ELKS конвертуються в частку цього активу.

Ряд інвесторів віддає перевагу таким цінним паперам, тому що вони мають більшу гнучкість і ширші можливості порівняно з акціями, котрі покладені в їх основу. ELKS, як правило, забезпечують чітко визначену прибутковість до терміну їх погашення. Крім того, ELKS є зареєстрованою торговою маркою Citigroup Funding, Inc., оскільки саме ця компанія, а не власники “прив'язаних” акцій, емітує їх та виступає гарантом зобов'язань за ними. Citigroup забезпечує цим інструментам певну ліквідність, оскільки здійснює їх лістинг. При цьому ELKS можуть торгуватися за ціною, меншою від вартості їх купівлі й випуску. Як і конвертовані бонди, ELKS є гібридними цінними паперами, тобто мають характеристики як акцій, так і облігацій. Проте в разі конвертованого бонда його утримувач виграє від зростання вартості компанії, оскільки чим вищою є ціна акцій, що покладені в їх основу, тим бонд більше торгується як акції. А у випадку ELKS таке зростання обмежене, натомість інвестор одержує проценти й суму боргу при погашенні. До того ж утримувачі конвертованих бондів захищені від різкого падіння котирувань: вони й далі отримують проценти й основну суму боргу та мають переважне становище перед утримувачами акцій. Водночас ELKS не надають подібного захисту. Якщо котирування знижуються, утримувач цього інструменту одержує акції, чия вартість набагато менша, ніж первинних інвестицій. Саме через підвищений ризик купонні виплати за ELKS зазвичай більші порівняно з конвертованими бондами.

Із нових похідних інструментів можна також згадати кредитні деривативи, призначені для торгівлі кредитними ризиками банків. У основі цих деривативів – настання кредитної події. Тобто в разі дефолту або зниження вартості відбувається повна або часткова компенсація збитку. Причому схеми цієї компенсації можуть бути різними, залежно від виду деривативу. Кредитні деривативи, так би мовити, розпилюють ризики. Наприклад, якщо банк видав кредит позичальнику та хоче прохеджувати ризик його неповернення, він може за допомогою кредитних деривативів одержати в третьої сторони гарантію платежу всієї суми кредиту на випадок банкрутства позичальника. Отже, в найбільш спрощеному вигляді кредитний дериватив – це парі на дефолт того чи іншого учасника ринку. Основна перевага таких деривативів перед традиційними способами страхування ризиків полягає в тому, що вони дають змогу вивести найризиковіші активи за баланс банку та поліпшити структуру його портфеля. Адже банк прагне, аби базові зобов'язання мали високі кредитні характеристики, кредитні лінії вивільнялися та при цьому його діяльність відповідала державним нормативам.

Досить популярними серед банків і фінансових компаній є так звані синтетичні кредитні деривативи, які передбачають таку структуризацію кредитних інструментів, за котрої актив (позика чи кредит) із балансу банку переходить на баланс трасту або SPV (*special purpose vehicle*) – формально не залежної від банку юридичної особи. Такі інструменти призначені для клієнтів, що хочуть придбати актив, який не перебуває у вільному обігу. Слід зауважити, що наразі банки зацікавлені у створенні таких структурованих кредитних деривативів, адже з їхніх балансів знімаються кредити, а це спрощує вимоги за нормативами та звільняє капітал для подальших операцій.

Як зрозуміло з їхньої назви, такі кредитні деривативи належать до групи синтетичних фінансових інструментів. Розглянемо її детальніше.

Класичний синтетичний інструмент складається з двох частин: страхової, представленої різноманітними безкупонними борговими зобов'язаннями, та ризикової, в основу котрої покладено акції, опціони, ф'ючерси тощо. Одним із прикладів таких інструментів є середньострокові облігації, що випускаються Deutsche Bank та базуються на фондових індексах, зокрема облігації з правом дострокового погашення, прив'язані до S&P500, а також “захищені” облігації, прив'язані до кошика індексів із азійською участю. Останні гарантують не тільки повернення внесеної суми, а й невеликий дохід. Термін обігу паперів становить п'ять років, але вони можуть бути викуплені достроково через три роки. Отже, незалежно від розвитку подій на ринках, інвестор одержує мінімум незначний максимум величезний прибуток.

Ще одним прикладом похідних інструментів можуть слугувати так звані конвертовані одиниці грошового ринку (*convertible money market units* – CMMUs). Ці структуровані інструменти називають ще синтетичними зобов'язаннями з високим прибутком, прив'язаними до капіталу (*synthetic high income*

equity-linked debenture – SHIELDS). На відміну від схеми отримання прибутку в більшості традиційних облігацій, CMMUs приносять великий дохід, якщо вартість інструменту, котрий покладений у їх основу та прив'язаний до основної суми боргу, зростає. І навпаки, в разі падіння вартості цінного паперу або індексу утримувач конвертованих одиниць грошового ринку зазнає збитків (за винятком уже накопиченого доходу).

Міжнародний досвід розвитку ринку деривативів свідчить, що важливою умовою створення й стандартизації на ньому угод, які укладаються без участі бірж і організаторів торгівлі (позабіржових строкових операцій), є використання так званих типових договорів – генеральних угод (*master agreement*). Договори цього виду активно застосовуються банками та іншими фінансовими організаціями при укладанні трансграничних строкових операцій на міжнародних ринках, а також на національних ринках капіталу й грошових ринках [11].

У результаті швидкого розвитку світового ринку деривативів і активної участі в цьому Міжнародної асоціації свопів і деривативів (ISDA), розроблені нею правила й документація стали, по суті, стандартом ділового обігу в окресленій сфері. Використовувана на національних ринках (у т. ч. у державах континентального права) договірна документація, як правило, враховує основні принципи Генеральної угоди ISDA (*ISDA Master Agreement*), повторює її структуру та водночас повністю відповідає законодавству країни. Серед основних принципів ISDA варто передусім назвати:

- судовий захист вимог за строковими операціями – деривативами, незалежно від форми виконання договору та його правової природи;
- застосування інституту ліквідаційного нетінгу (*close-out netting*), що дає можливість уникнути вибіркового ставлення до індивідуальних угод із боку конкурсного керівника в разі неспроможності (банкрутства) одного з контрагентів, а також забезпечує автоматичне припинення зобов'язань за всіма не виконаними на момент банкрутства строковими операціями, сальдування компенсаційних вимог, котрі виникають, вимог із забезпечення та, можливо, задоволення єдиної вимоги в першочерговому порядку;
- широкі можливості щодо використання забезпечення (застави) при укладанні строкових операцій із метою зниження кредитного ризику й підвищення стійкості фінансової системи загалом.

Розглянемо докладніше ще одну проблему на ринку деривативів – так званий ліквідаційний нетінг. На міжнародному ринку позабіржових деривативів і розвинутих національних ринках між двома контрагентами зазвичай проводиться не одна, а низка операцій. Не в останню чергу це пояснюється обмеженою кількістю надійних і платоспроможних ділових партнерів. Як правило, в таких випадках сторони укладають генеральну угоду, за основу котрої беруться типові національні або міжнародні договори.

Нагадаємо, що описаний підхід дає змогу прискорити підготовку документації за окремими операціями, тим самим знижуючи витрати, а також

зменшити кредитний ризик. Останнє досягається завдяки тому, що рамковий договір не лише зводить усі здійснені контрагентами трансакції в єдиний договір, зобов'язання за яким одночасно припиняються з виникненням обставин, котрі перешкоджають виконанню операцій однієї зі сторін (що називається ліквідаційним неттінгом), а й містить положення про взаємозалік зустрічних зобов'язань, строк виконання яких уже настав і розмір котрих точно визначений (*payment netting, netting by novation*).

У конкурсному праві ліквідаційний неттінг вимагає спеціального регулювання. Відповідні договірні умови передбачають, що в разі виникнення визначених рамковим договором обставин (наприклад, за невиконання зобов'язань однією зі сторін договору, зниження кредитного рейтингу, відкликання ліцензії або винесення судом рішення про визнання однієї зі сторін банкрутом) відбувається автоматичне припинення всіх зобов'язань (операцій, трансакцій), які охоплюються цим договором. Також проводиться розрахунок єдиної компенсаційної виплати, розмір котрої визначається як сума поточних (додатних чи від'ємних) ринкових вартостей трансакцій, номінованих у одній, обумовленій договором валюті.

Відповідно до міжнародної практики під операцією класичної сек'юритизації розуміється інноваційний спосіб фінансування. Ідеться про перетворення малоліквідного майна (кредитного портфеля), що не перебуває в обігу на ринку, на фінансові інструменти грошового ринку або ринку капіталів. При цьому диверсифікований портфель активів (кредитів або застав) виокремлюється та списується з балансу кредитної організації, а також набуває юридичної самостійності через передачу спеціально створеній юридичній особі (SPV).

Метою створення SPV є відокремлення активів, які підлягають сек'юритизації, від оригіатора й, відповідно, зниження ризиків. Такий тип сек'юритизації базується на принципі "true sale", тобто остаточного, або безповоротного, продажу. SPV здійснює рефінансування вказаного портфеля активів на ринку капіталів чи грошовому ринку за допомогою випуску цінних паперів (*asset-backed securities – ABS*).

Завдяки економічній незалежності зазначеній юридичній особі вдається уникнути небезпеки того, що передані активи внаслідок консолідації знову потраплять на баланс оригіатора. Це важливо, зокрема, у разі, коли в ролі оригіаторів виступають банки, котрі проводять сек'юритизацію власних кредитних портфелів. У такий спосіб їм вдається пом'якшити вимоги органів банківського нагляду до власного капіталу. Крім того, шляхом відокремлення активів оригіатор передає третій стороні частину ризиків, наприклад невиконання зобов'язань і ліквідності, а також пов'язані з рефінансуванням ризики – валютний та зміни процентних ставок. Є імовірність, що повне передання ризиків SPV і, зрештою, інвесторам у ABS, з одного боку, істотно збільшить вартість та ускладнить рефінансування на ринку капіталів. З другого боку, збереження окремих ризиків за оригіатором економічно виправдане,

оскільки він краще за інших знає власних клієнтів та може обслуговувати їх якнайефективніше.

Водночас оригінатор має перевагу при спостереженні за кредитами та їх адмініструванні. Зокрема, у випадку банку-оригінатора ці обставини, а також економічна доцільність виправдовують збереження за ним функцій з обслуговування кредитів, що, у свою чергу, забезпечує незмінність відносин із клієнтами. Збереження таких функцій за оригінатором досягається шляхом укладання спеціальної угоди (*servicing agreement*) між ним і SPV.

З огляду на зазначене, задля запровадження інструментів залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталу та в контексті інтеграції до фінансового ринку ЄС основними завданнями розвитку фінансового сектору України мають стати: реалізація корпоративної реформи; підвищення ефективності регулювання емітентів цінних паперів; розширення фінансового інструментарію на фінансовому ринку; стимулювання припливу інвестицій на фондовий ринок; забезпечення надійного й ефективного функціонування ринкової інфраструктури, єдиної державної політики стимулювання поліпшення інвестиційного клімату тощо.

З метою розширення бази інструментів фондового ринку необхідно ввести класифікацію інвесторів на кваліфікованих і некваліфікованих відповідно до прийнятої в ЄС практики разом із запровадженням механізму розміщення цінних паперів серед кваліфікованих інвесторів для обмеження доступу до ризикованих операцій некваліфікованих інвесторів.

Невирішеним залишається питання присвоєння статусу “кваліфікований інвестор”. Зауважимо, що в українському законодавстві не закріплено його поняття, крім того, відсутнє нормативно-правове обґрунтування механізму розміщення цінних паперів серед кваліфікованих інвесторів на вітчизняному фондовому ринку. Водночас у європейських країнах понад десять років вживається поняття “кваліфіковані інвестори”, котрі наділені більшими правами, ніж звичайні, та мають додаткові інструменти інвестування, умови поділу яких визначені директивами ЄС 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. “Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж” та 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. “Про ринки фінансових інструментів”. Для імплементації норм названих директив необхідно прийняти Закон України “Про внесення змін до деяких законів України щодо визначення кваліфікованих інвесторів” із метою введення поняття “кваліфіковані інвестори”, критеріїв їх визначення, а також передбачення механізму розміщення цінних паперів серед таких інвесторів на вітчизняному фондовому ринку задля обмеження доступу до ризикованих операцій некваліфікованих інвесторів.

Зважаючи на викладене та згідно з нормами вітчизняного законодавства, під поняттям “кваліфіковані інвестори” слід розуміти фізичних і юридичних осіб. Фізична особа може набути статусу кваліфікованого інвестора в разі

наявності у неї повної вищої освіти в галузі економіки та відповідності двом із таких критеріїв: якщо вона протягом останніх чотирьох кварталів уклала й виконувала за участю або посередництвом торговця цінними паперами щомісяця не менше 10 договорів з купівлі-продажу цінних паперів; володіє коштами та цінними паперами, в т. ч. на банківських депозитних рахунках, на суму не менше 0,5 млн євро, з яких цінні папери становлять не менше 150 тис. євро за офіційним обмінним курсом НБУ, що діяв на момент набуття/підтвердження статусу кваліфікованого інвестора; має стаж роботи у фінансовій установі за відповідним фахом не менше одного року. Юридична особа може набути статусу кваліфікованого інвестора за умови відповідності двом із таких критеріїв: якщо підсумок її балансу становить не менше 20 млн євро за офіційним обмінним курсом НБУ, що діяв на момент набуття/підтвердження статусу кваліфікованого інвестора; річний дохід від реалізації товарів, робіт і послуг за останній фінансовий рік дорівнює не менше 40 млн євро за офіційним обмінним курсом НБУ, що діяв на момент набуття/підтвердження статусу кваліфікованого інвестора; власні кошти становлять не менше 2 млн євро за офіційним обмінним курсом НБУ, що діяв на момент набуття/підтвердження статусу кваліфікованого інвестора, та які володіють вміннями, знаннями в галузі фінансового ринку і фінансовими ресурсами, достатніми для прийняття ними інвестиційних рішень щодо здійснення операцій з цінними паперами, що належать до ризикових відповідно до критеріїв ризикованості цінних паперів, визначених НКЦПФР [12].

Окрім цього, залишається відкритим питання віднесення інвесторів до кваліфікованих чи некваліфікованих, котре вирішується законодавцями європейських країн та США із застосуванням різних методів, найвідомішими серед яких є формальний, експертний і змішаний [13]. Відповідно до формального методу, визначення кваліфікації інвестора проводиться на підставі кількісних показників, закріплених у законодавстві; експертного, що раніше використовувався у США, – на основі думки експертів і законодавчих норм. Сутність змішаного (формально-експертного) методу полягає у з'ясуванні кваліфікації інвестора як за допомогою формальних критеріїв, так і за рішенням експертної організації.

З набуттям статусу кваліфікованого інвестора ІСІ набувають додаткових прав і вигід при вкладанні коштів на фондовому ринку. Маючи такий статус, ІСІ зможе інвестувати кошти в придбання цінних паперів, не призначених для широкого кола учасників фондового ринку. Адже статус кваліфікованого інвестора сигналізує регуляторам фондового ринку, що конкретний інвестор не потребує всебічного захисту його прав, отже, він може інвестувати кошти в більш ризиковані, але й дохідніші інструменти. Крім того, ІСІ матиме можливість отримувати спеціальну інформацію про професійних учасників фондового ринку, котра найчастіше є недоступною для звичайних (некваліфікованих) інвесторів [12; 13].

З огляду на зазначене, доходимо висновку, що з метою забезпечення залучення фінансових ресурсів в умовах відкритої економіки доцільно вжити низку заходів, а саме:

- Створити законодавчу базу для формування ринку похідних інструментів (деривативів), забезпечити активне запровадження останніх при встановленні ринкових цін на базові фондові інструменти, валюту, товари.

- Удосконалити правове регулювання захисту прав власників корпоративних боргових цінних паперів шляхом:

- розширення видів корпоративних облігацій (біржових, інфраструктурних, або концесійних) та створення механізмів їх емісії;

- введення інституту зборів власників облігацій із наданням їм, зокрема, права погоджувати рішення емітента щодо операцій із його активами в разі проблем з виконанням зобов'язань за такими облігаціями у відносинах із емітентом;

- законодавчого врегулювання дій емітента й власників корпоративних облігацій на випадок дефолту, реструктуризації боргу, конвертації облігацій тощо.

- Забезпечити продаж на фондовій біржі державних пакетів акцій обсягом менш ніж 25 % статутного капіталу.

- Стимулювати розвиток іпотечних цінних паперів через розширення їх пропозиції та вдосконалення ринкової інфраструктури, в т. ч. за рахунок посилення ролі Державної іпотечної установи на вторинному іпотечному ринку, розширення її функцій як оператора вторинного іпотечного ринку.

- Створити законодавчу базу для сек'юритизації фінансових активів, зокрема шляхом уможливлення:

- здійснення емісії цінних паперів, забезпеченням виконання зобов'язань емітента за якими будуть його ліквідні фінансові активи;

- переведення зобов'язань емітента в боргові й пайові цінні папери.

Список використаних джерел

1. *Сорока М. В.* IPO як механізм залучення інвестицій / М. В. Сорока [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/.

2. *Фищук І. М.* Формування особливостей інформаційного супроводу при проведенні IPO / І. М. Фищук [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/.

3. *Якимчук Т. П.* Сучасний стан ринку IPO / Т. П. Якимчук, І. О. Сіроока [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=16072>.

4. *Бурмака М. О.* Регулювання фондового ринку в Україні / М. О. Бурмака // *Фінанси України*. – 1998. – № 11. – С. 78–83.

5. *Іваницька О. М.* Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні : дис. ... д-ра наук з держ. упр. : 25.00.02 / Іваницька Ольга Михайлівна ; Нац. акад. держ. упр. при Президентові України. – К., 2006. – 419 с.

6. *Клименко К. В.* Напрями реформування фінансової системи України в контексті антикризового регулювання / К. В. Клименко // *Фінанси України*. – 2015. – № 7. – С. 75–85.

7. *Мозговий О. М.* Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.04.01 "Фінанси, грошовий обіг і кредит" / Мозговий Олег Миколайович ; КНЕУ. – К., 1999.

8. *Шапран В. С.* Становлення ринку цінних паперів в Україні: теоретичний аспект проблеми / В. С. Шапран // *Фондовый рынок*. – 2002. – № 16. – С. 18–21.

9. Майорова Т. В. IPO як форма залучення інвестиційного капіталу / Т. В. Майорова // Фінанси України. – 2010. – № 6. – С. 80–88.

10. Вдалих, але не рекордний рік для міжнародного ринку IPO [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ey.com/UA/uk/Newsroom/News-releases/News-EY-global-ipos-outperform-main-indices-in-good-not-epic-year.

11. Непрядкіна Н. В. Розвиток ринків валютних деривативів у національних валютних системах : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.02 “Світове господарство і міжнародні економічні відносини” / Непрядкіна Наталія Василівна ; Терноп. нац. екон. ун-т. – Т., 2010. – 20 с.

12. Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/info>.

13. Офіційний веб-сайт представницької асоціації європейської індустрії інвестиційного менеджменту “European Funds and Asset Management Association” (EFAMA) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.efama.org/>.

References

1. Soroka, M. V. (n. d.). *IPO yak mekhanizm zaluchennya investy`cij* [IPO as a mechanism to attract investment]. Retrieved from www.nbuv.gov.ua [in Ukrainian].

2. Fy`shhuk, I. M. (n. d.). *Formuvannya osobly`vostej informacijnoho suprovodu pry` provedenni IPO* [Building features of information support during IPO]. Retrieved from www.nbuv.gov.ua [in Ukrainian].

3. Yaky`mchuk, T. P., & Sirooka, I. O. (2012, July 22). *Suchasny`j stan ry`nku IPO* [The current state of the IPO market]. Retrieved from <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=16072> [in Ukrainian].

4. Burmaka, M. O. (1998). *Rehulyuvannya fondovoho ry`nku v Ukraini* [Regulation of the stock market in Ukraine]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 11, 78-83 [in Ukrainian].

5. Ivany`c`ka, O. M. (2006). *Derzhavne rehulyuvannya rozvy`tku finansovoyi infrastruktury` v Ukraini* [State regulation of development of the financial infrastructure in Ukraine] (Unpublished doctoral dissertation). Nacional`na akademiya derzhavnogo upravlinnya pry` Prezydentovi Ukrainy`, Ky`yiv [in Ukrainian].

6. Kly`menko, K. V. (2015). *Napryamy` reformuvannya finansovoyi sy`stemy` Ukrainy` v konteksti anty`kry`zovoho rehulyuvannya* [Directions of the financial system reformation in Ukraine in the context of crisis management]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 7, 75-85 [in Ukrainian].

7. Mozhov`j, O. M. (1999). *Formuvannya sy`stemy` rehulyuvannya fondovoho ry`nku Ukrainy` (metodolohiya i orhanizaciya)* [Formation of regulation of the stock market of Ukraine (methodology and organization)] (Unpublished doctoral thesis). KNEU, Ky`yiv [in Ukrainian].

8. Shapran, V. S. (2002). *Stanovlennya ry`nku cinny`ch paperiv v Ukraini: teorety`chny`j aspect problemy`* [The formation of the securities market in Ukraine: theoretical aspect of the problem]. *Fondovy`j ry`nok* [Stock market], 16, 18-21 [in Ukrainian].

9. Majorova, T. V. (2010). *IPO yak forma zaluchennya investy`cijnoho kapitalu* [IPO as a form of investment capital attraction]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 6, 80-88 [in Ukrainian].

10. Vdaly`j, ale ne rekordny`j rik dlya mizhnarodnoho ry`nku IPO [Good, but not a record year for the international IPO market]. (2014, December 26). www.ey.com. Retrieved from www.ey.com/UA/uk/Newsroom/News-releases/News-EY-global-ipos-outperform-main-indices-in-good-not-epic-year [in Ukrainian].

11. Nепрядкіна, N. V. (2010). *Rozvy`tok ry`nkiv valyutny`ch dery`vaty`viv u nacionalny`ch valyutny`ch sy`stomach* [Development of currency derivatives markets in national exchange systems] (Unpublished master's thesis). Ternopil`s`ky`j nacional`ny`j ekonomichny`j universy`tet, Ternopil` [in Ukrainian].

12. *Oficijny`j sajт Nacional`noyi komisiji z cinny`ch paperiv ta fondovoho ry`nku* [Official site of the National Commission on Securities and Stock Market]. (n. d.). Retrieved from <http://www.nssmc.gov.ua/fund/info> [in Ukrainian].

13. *Oficijny`j sajт predstavny`c`koyi asociaciyi yevropejs`koyi industriyi investy`cijnoho menedzhmentu* [Official site of European Funds and Asset Management Association]. (n. d.). Retrieved from <http://www.efama.org>.