

**Белінська Г. В.,**

кандидат економічних наук,

вчений секретар

Академії фінансового управління

Міністерства фінансів України

## **СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ АКТИВІВ ЯК ІННОВАЦІЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ**

*Досліджено питання сек'юритизації активів та проблем, які з цим пов'язані, у розрізі українських компаній.*

Ключові слова: сек'юритизація, фінансові активи, фінансові інновації, емісія цінних паперів.

Сьогодні на світовому фінансовому ринку постійно з'являються фінансові інновації, що є, по суті, реакцією ринку на потреби клієнтів у нових видах фінансових послуг та продуктів. Україна, на жаль, поки що залишається осторонь цих процесів, кількість інноваційних продуктів на фінансовому ринку є незначною, а їхній перелік – не надто великим. Така ситуація негативно впливає на інвестиційні процеси, стримуючи приплив до країни вільних коштів іноземних вкладників.

Серед фінансових інновацій, які на сьогодні є найбільш цікавими для України, можна назвати сек'юритизацію активів. Фактично, сьогодні для країн Європи, США, Японії та інших країн з розвинутим фінансовим ринком сек'юритизація вже перестала бути інноваційним продуктом, у той час як в Україні про неї лише починають говорити та застосовувати у своїй практичній діяльності деякі вітчизняні компанії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про доволі значний інтерес вітчизняних дослідників до проблеми фінансових інновацій взагалі та про порівняно невелику увагу до питання сек'юритизації активів. Серед дослідників зазначеного питання можна виокремити статті І. Колосінського, О. В. Олійника, В. М. Пересади. Водночас зарубіжні науковці тему сек'юритизації активів досліджують більш активно. Це, зокрема: Е. Девідсон, Е. Сандерс, В. Лен-Лінг, Х. П. Бер, В. Газман, А. Некторов, О. Швецов.

Тож, очевидно, що питання сек'юритизації вивчено недостатньо. Метою статті є детальніше його дослідження як економічного явища, виявлення специфіки, можливостей та проблем застосування в Україні.

Перш ніж говорити про переваги та недоліки сек'юритизації активів, потрібно визначити, а що власне розуміють під цим терміном. Найбільш загальним є таке визначення: "Сек'юритизація – це випуск боргових цінних паперів, забезпечених однорідними активами"<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Деякі питання сек'юритизації // Цінні папери України. – 2007. – № 48 (491). – 20 груд. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.securities.org.ua/securities\\_paper/review.php?id=491&pub=3322](http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=491&pub=3322).

Взагалі під терміном “сек’юритизація” прийнято розуміти широке коло операцій, за яких неринкові активи (наприклад, заборгованість за позиками на будівництво житла) переводяться у ринкові активи (приміром, у цінні папери). Подібні операції проводяться між фінансовими установами з метою поліпшення стану рахунків, накопичення капіталу через отримання вищого доходу з цінних паперів і зниження фінансових витрат по обслуговуванню заборгованості.

Сучасні дослідники наголошують на тому, що сьогодні процес сек’юритизації часто трактують у двох значеннях: *широкому* і *вузькому*. “Широке” значення сек’юритизації передбачає спосіб позикового фінансування не за допомогою банківських кредитів, а шляхом емісії цінних паперів, тоді як під сек’юритизацією у “вузькому” значенні, або “сек’юритизацією активів”, розуміють революційний спосіб, що дає можливість рефінансувати неліквідні активи (дебіторську заборгованість) і навіть майбутні доходи шляхом емісії цінних паперів<sup>2</sup>.

Обов’язковими суттєвими ознаками процесу сек’юритизації активів є:

- 1) випуск боргових цінних паперів, який забезпечується однорідними активами;
- 2) джерелом виплат відсотків та сплати основної суми цінного папера обов’язково є грошові потоки за активами, що підлягають сек’юритизації, — для “класичної сек’юритизації”, а також інші джерела — для “синтетичної сек’юритизації”;
- 3) вказані боргові цінні папери мають вільно обертатися на фондовому ринку;
- 4) емітентами таких боргових цінних паперів може бути спеціально створена юридична особа або сам оригінатор (тобто власник активів, що сек’юритизуються)<sup>3</sup>.

Нерідко у західних джерелах знаходимо поділ сек’юритизації залежно від емітента цінних паперів на “класичну” та “синтетичну”.

Відповідно до міжнародної практики під операцією *класичної сек’юритизації* розуміється власне те ж саме, що і під сек’юритизацією у “вузькому” значенні: інноваційний спосіб фінансування з перетворенням малоліквідного майна, що не перебуває в обігу на ринку, у фінансові інструменти грошового ринку або ринку капіталів. При цьому:

- диверсифікований портфель активів (кредитів або застав) виокремлюється і списується з балансу кредитної організації;
- цей портфель набуває юридичної самостійності через передачу спеціально створеній юридичній особі (Special Purpose Vehicle, SPV).

---

<sup>2</sup> Некторов А. Философия секьюритизации активов / А. Некторов // РЦБ. — 2007. — № 9 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.rcb.ru/rcb/2007-09/8333/>.

<sup>3</sup> Деякі питання сек’юритизації // Цінні папери України. — 2007. — № 48 (491). — 20 груд. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [http://www.securities.org.ua/securities\\_paper/review.php?id=491&pub=3322](http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=491&pub=3322).

Метою створення SPV є відокремлення активів, що підлягають сек'юритизації, від оригінатора і відповідно – зменшення ризиків. Ця юридична особа здійснює рефінансування вказаного портфеля активів на ринку капіталів або грошовому ринку за допомогою випуску цінних паперів (Asset-Backed Securities, ABS)<sup>4</sup>.

При “синтетичній сек'юритизації” емітентом найчастіше є банк, який сформував портфель іпотечних, споживчих кредитів (оригіратор). Він самостійно випускає боргові цінні папери, забезпечені цим портфелем, а виплата дивідендів власникам таких цінних паперів здійснюється за рахунок коштів, що надходять за іпотечними, споживчими кредитами та з інших джерел.

Прикладом “синтетичної сек'юритизації” в Україні може слугувати випуск ВАТ АБ “Укргазбанк” (м. Київ) у 2007 р. звичайних іпотечних облігацій на суму 50 млн грн відповідно до Закону України “Про іпотечні облігації”. Вказані облігації перебувають у вільному обігу на фондовому ринку, вони забезпечені правами вимоги за раніше виданими банком іпотечними кредитами, а кошти, отримані від позичальників, використовуються для виплат власникам облігацій.

Також у березні 2007 р. з'явилась інформація про першу сек'юритизацію активів українською компанією за кордоном. Цією компанією став КБ “ПриватБанк”, який здійснив випуск єврооблігацій на сумму 180 млн дол. США, забезпечених іпотечними кредитами.

Сек'юритизовано було близько 10 тис. іпотечних кредитів, виданих у доларах США фізичним особам у Дніпропетровській, Київській, Закарпатській, Харківській, Донецькій та інших областях України. Емітентом облігацій, забезпечених житловою іпотекою, є SPV, створене відповідно до законодавства Великої Британії та Уельсу під назвою “Ukrainian mortgage loan finance №1 Plc”. Вказаний емітент призначив юридичну особу, яка знаходиться у Великій Британії та Уельсі та представляє інтереси власників облігацій, так званий траст, тобто є їхньою довіреною особою. Також визначено банк, який на підставі відповідної тристоронньої угоди між емітентом, трастом та самим банком обслуговує рахунки емітента та страхову компанію, яка здійснює страхування певних ризиків, у тому числі політичних. Після продажу облігацій позичальники по іпотечних кредитах періодично сплачують відсотки за користування кредитом та основну суму боргу, а вказані кошти використовуються для виплат власникам облігацій.

Ця угода стала однією з найбільших у Східній Європі та першою успішною угодою сек'юритизації в Україні. Організатором випуску виступив Міжнародний інвестиційний банк UBS, а фінансовим консультантом – аудиторська компанія “Делойт”<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Некторов А. Философия секьюритизации активов / А. Некторов // РЦБ. – 2007. – № 9 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rcb.ru/rcb/2007-09/8333/>.

<sup>5</sup> ПриватБанк завершил первую в Украине сделку секьюритизации ипотечных активов [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.blog.privatbank.ua/?p=11>.

У світовій практиці сек'юритизація використовується за великих обсягів фінансування, адже організація будь-якого виду сек'юритизації є вельми дорогим заходом, а випуск структурованих інструментів пов'язаний з істотними фіксованими витратами.

При цьому чим більшим виявляється пул активів, що сек'юритизуються, тим вигіднішою стає сек'юритизація, оскільки понесені компанією операційні витрати становлять меншу питому вагу в операції. Отже, при проведенні сек'юритизації вступає в дію економія на масштабі, тобто існує мінімально необхідний обсяг операції, при якому вона виявляється економічно доцільною. Таким чином одержаний ефект економії перекидає транзакційні витрати на її проведення. Сьогодні, за оцінками аналітиків, таким порогом є обсяг емісії не менше 100 млн дол.

Для України, як вже зазначалося, питання сек'юритизації є порівняно новим, а тому не існує спеціального законодавства, яке б регулювало зазначене питання, що, у свою чергу, стримує застосування цього виду інновації в діяльності вітчизняних компаній. При розробці законодавчої бази щодо врегулювання процесів сек'юритизації Україні варто звернутися до досвіду інших країн, де подібне законодавство є чинним.

Так, у США, починаючи з 1984 р., успішно діє законодавчий акт щодо розвитку вторинного іпотечного ринку, адже у цій країні спочатку сек'юритизувалися саме іпотечні активи (тобто права банків, що видали іпотечні кредити, на отримання відсотків по кредиту та основної суми боргу), а вже пізніше процеси сек'юритизації охопили неіпотечні активи.

Також спеціальні законодавчі акти щодо іпотечних цінних паперів, які пов'язані із сек'юритизацією, існують у Європейському Союзі (Директива про угоди про спільні інвестиції в обігові цінні папери, 1998 р.)<sup>6</sup>.

Особливо цікавим для України може бути досвід Республіки Казахстан, де вже ухвалено спеціальний закон "Про сек'юритизацію".

Так, п. 13 ст. 1 цього закону тлумачить сек'юритизацію як фінансування під уступку грошової вимоги шляхом випуску облігацій, забезпечених відокремленими активами, а угоду сек'юритизації – як придбання спеціальною фінансовою компанією прав вимоги і випуск облігацій, забезпечених відокремленими активами.

Не можна сказати, що такі визначення є вичерпними, швидше їх слід вважати суттєво звуженими, адже в них не передбачені інші елементи процесу сек'юритизації.

Також Закон Республіки Казахстан "Про сек'юритизацію" встановлює, що: "спеціальна фінансова компанія – це юридична особа, що створюється оригінатором або іншою особою для здійснення однієї або більше угод сек'юритизації; оригінатор – це юридична особа, що здійснює уступку прав вимоги при укладанні угоди сек'юритизації; права вимоги, які є об'єктами сек'юритизації, повинні бути однорідними, тобто відповідати загальному

---

<sup>6</sup> Колосінський І. Деякі питання сек'юритизації / І. Колосінський [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post\\_14.html](http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post_14.html).

об'єктивному критерію, визначеному проспектом випуску облігацій (такими критеріями можуть бути строки виконання зобов'язань, дохідність, ризику); надходження по відокремлених активах повинні використовуватися спеціальною фінансовою компанією лише для виконання зобов'язань по випущених нею облігаціях; договір уступки права вимоги повинен бути укладений у письмовій формі, а недотримання письмової форми цього договору тягне за собою його недійсність; існуюче право вимоги вважається переданим до спеціальної фінансової компанії з моменту державної реєстрації випуску облігацій”.

Безумовно, позитивним моментом Закону є вже сам факт його появи, що стимулює інвестиційні процеси в країні. Водночас українські фахівці при дослідженні питань сек'юритизації часто відмічають необхідність створення принаймні україномовного словника термінів сек'юритизації та іпотечного фінансування шляхом аналізу та узагальнення світового досвіду й застосування його в умовах чинного українського законодавства<sup>7</sup>.

Успішна структуризація та розміщення цінних паперів, забезпечених активами, уперше проведені і в Росії, що значно підвищило інтерес російських компаній, передусім банків, до подібних операцій.

На сьогодні найпривабливішим об'єктом для сек'юритизації в цій країні залишаються кредити на придбання автомобілів. Один з лідерів вказаного ринку – “МДМ-банк” наразі має у своєму розпорядженні портфель автокредитів розміром понад 450 млн дол. США і контролює близько 11 % ринку автокредитування<sup>8</sup>. Саме цей банк заявив про сек'юритизацію такого виду активів.

Аналітики пов'язують подальший розвиток сек'юритизації в Росії в першу чергу з ухваленням федерального закону, який регулюватиме операції із сек'юритизації будь-яких видів активів. Уже декілька років його проект розробляється експертами Федеральної служби з фінансових ринків. Ухвалення цього закону дасть можливість значно розширити доступність сек'юритизації для російських компаній, що позитивно позначиться на розвитку економіки Росії та підвищить ефективність її фондового ринку<sup>9</sup>.

Отже, резюмуючи викладене, можна констатувати, що в Україні назріла потреба у створенні та ухваленні спеціального законодавства щодо визначення та регулювання питання сек'юритизації.

Звичайно, таку проблему неможливо вирішити за короткий проміжок часу, адже ухваленню Закону України “Про сек'юритизацію” має переду-

---

<sup>7</sup> Колосінський І. Деякі питання сек'юритизації / І. Колосінський [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post\\_14.html](http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post_14.html).

<sup>8</sup> Анисимов А. История российской секьюритизации активов / А. Анисимов, А. Ипполитов [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rusipoteka.ru/publications/anisimov-1.htm>.

<sup>9</sup> Там само.

вати значна підготовча робота, яка враховувала б усі відомі на сьогодні проблеми та спірні питання.

Тож, проміжним кроком може стати доповнення законодавства нормами, аналогічними ст. 19 Закону України “Про іпотечні облігації”, для того щоб з’явилася можливість сек’юритизувати інші фінансові активи, наприклад, кредитні портфелі банків, у тому числі за споживчими кредитами, лізингові, орендні платежі, продаж товарів у кредит.