

**О.М. ПЕТРУК**, д.е.н., професор,  
завідувач кафедри фінансів,  
ДВНЗ "Житомирський державний технологічний університет"

**О.С. НОВАК**, асистент,  
кафедра фінансів,  
ДВНЗ "Житомирський державний технологічний університет"

## Управління ризиками сек'юритизації інвестиційних фондів

### & Питання, які розглядаються:

- Розглянуто особливості управління ризиками сек'юритизації інвестиційних фондів.

**Ключові слова:** сек'юритизація активів, ризики сек'юритизації, фонд сек'юритизації.

### & Вопросы, которые рассматриваются:

- Рассмотрены особенности управления рисками секьюритизации инвестиционных фондов.

**Ключевые слова:** секьюритизация активов, риски секьюритизации, фонд секьюритизации.

### & Issues that are examined:

- The article discusses the features of management of risks securitization the investment funds.

**Keywords:** asset securitization, risks of securitization, securitization fund.

**Постановка проблеми.** Розвиток фінансового ринку характеризується появою на ньому різного роду фінансових інновацій, особливу увагу серед яких привертає процес сек'юритизації активів, яким уже зацікавилась більшість вітчизняних банків. Проте, в Україні впровадження механізмів сек'юритизації активів у практику вітчизняних фінансових інститутів зустрічає ряд перешкод, і в першу чергу – це відсутність нормативно-правового, організаційного та інфраструктурного забезпечення. Сьогодні науковцями недостатньо висвітлені питання управління ризиками сек'юритизації, які потребують особливої уваги, оскільки без їх врахування малодосліджені фінансові інновації можуть не тільки не принести користь, а й спричинити проблеми з фінансовим станом учасників.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Серед наукових праць, у яких досліджуються питання сек'юритизації активів, слід виокремити роботи таких зарубіжних та вітчизняних учених, як Х.П. Бер, Т.У. Кох, П.С. Роуз, Дж. Сінкі, Ю.Е. Туктаров, О.В. Яблонська, М.В. Рябокін, В.А. Фурсова та інші. У вітчизняній економічній літературі, найбільшу увагу науковці звертають на дослідження питань сутності сек'юритизації активів та закордонну практику її проведення. Проте наявні публікації не дають чіткого розуміння методики її проведення у

вітчизняних умовах та особливостей управління ризиками в таких механізмах.

**Метою дослідження** є визначення оптимальної моделі проведення операцій сек'юритизації активів та розробка в її межах ефективної системи управління ризиками сек'юритизації.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Термін "сек'юритизація" походить від англійського *securities*, що в перекладі українською означає "цінний папір", і може розглядатися в широкому та вузькому розумінні. В широкому розумінні сек'юритизація – це заміщення традиційних форм фінансування, переважно банківського кредитування, фінансуванням, що засноване на емісії цінних паперів. У вузькому розумінні сек'юритизація – інноваційна техніка фінансування шляхом трансформації частини фінансових активів суб'єкта господарювання у високоліквідні інструменти ринку капіталу [1, с. 27].

В більшості країн активи, які складають предмет сек'юритизації, проходять такі етапи розвитку (рис. 1).

Механізм сек'юритизації активів полягає в наступному. Компанія-оригіноватор (від англ. *originate* – створювати, генерувати) генерує активи в процесі здійснення поточної підприємницької діяльності (наприклад, шляхом видачі кредитів, поставки товарів, надання послуг, надання майна в оренду

тощо). В результаті такої діяльності у оригінатора з'являються активи – права вимоги до третіх осіб (боржників). Оригінаторами можуть бути банки та інші кредитно-фінансові установи, компанії, органи державної та комунальної влади.

Зміст класичної сек'юритизації полягає в тому, щоб зробити юридично самостійним диверсифікований пул, що містить однорідні права

вимоги, і максимально відокремити процес рефінансування від первинного власника активів, здійснивши емісію цінних паперів на міжнародних фінансових ринках. При цьому активи оригінатора продаються спеціально створеному для цих цілей фінансовому посереднику (*Special Purpose Vehicle, SPV*) і, як правило, повністю списуються з балансу підприємства.



Рис. 1. Генезис предмету сек'юритизації

Це спеціальне фінансове підприємство, як правило, спеціалізується на юрисдикції, де не існує фінансових наглядових обмежень, має мінімальний власний капітал і фінансує купівлю активів шляхом емісії цінних паперів. Завдяки створенню SPV й передачі йому оригінатором фінансових активів останні здобувають юридичну самостійність, не попадають більше в сферу повноважень оригінатора й тим самим звільняються від всіх оперативних і господарських ризиків, пов'язаних з його діяльністю. Таким чином, інвестор, приймаючи інвестиційне рішення, може орієнтуватися винятково на якість активів (вимог) і надійність структури розглянутої угоди, залишивши побоювання, які він висловлює відносно підприємств, що залучають кошти без посередників. З метою фінансування купівлі таких активів емітуються цінні папери, для наступного обслуговування яких використовується винятково потік платежів, генерований переданими активами.

Основною вирізняючою рисою угод сек'юритизації, на відміну від інших форм фінансування, є ізолювання в процесі такої трансформації активів кредитного ризику оригінатора та обособлення активів, що сек'юритизуються, від іншого майна оригінатора так, щоб при порушенні процедури банкрутства по відношенню до оригінатора активи, що сек'юритизуються, не включалися в конкурсну масу. Інвестори, таким чином, інвестують грошові кошти безпосередньо в самі активи, не приймаючи на себе при цьому господарські та кредитні ризики самого оригінатора. При дефолті по емітованим цінним паперам інвестори отримують можливість доступу до звернення стягнення безпосередньо на самі активи, що сек'юритизуються (кредитний портфель, торгову дебіторську заборгованість тощо) незалежно від порушення по відношенню до оригінатора процедури банкрутства.

Використання класичного виду сек'юритизації активів у вітчизняних умовах є практично

неможливим. Це спричинено не тільки відсутністю нормативно-правового регулювання операцій сек'юритизації активів, а й недосконалою інфраструктурою ринку фінансових послуг, зокрема відсутністю фінансових інститутів, які опосередковують процес здійснення сек'юритизації активів.

Проаналізувавши особливості діяльності фінансових інститутів в Україні та особливості механізму сек'юритизації активів, пропонуємо модель класичної сек'юритизації активів на основі пайового інвестиційного фонду (ПІФу).

Запропонована модель проведення сек'юритизації активів на основі пайового інвестиційного фонду передбачає, що пул активів, сформований оригінатором, спочатку продається компанії з управління активами, яка проводить реєстрацію ПІФу та здійснює емісію його сертифікатів, забезпечених сек'юритизованими активами оригінатора. Кошти від розміщення сертифікатів ПІФу направляються на погашення вартості пулу сек'юритизованих активів, а також за рахунок цих коштів сплачується комісійна винагорода компанії з управління активами та відшкодовуються трансакційні витрати. Закритий пайовий інвестиційний фонд, який створюється з метою сек'юритизації активів пропонуємо назвати фондом сек'юритизації активів та закріпити це поняття на законодавчому рівні.

Модель сек'юритизації активів на основі фондів сек'юритизації є найбільш прийнятною та ефективною у вітчизняних умовах, оскільки не передбачає додаткових витрат оригінатора на формування статутного капіталу SPV, не потребує складної інфраструктури та значних змін вітчизняного законодавства.

Проте запропонована модель, як і всі схеми сек'юритизації активів, характеризується наявністю різного роду ризиків та потребує побудови ефективної системи управління ними.

Основною метою управління ризиками сек'юритизації є мінімізація втрат інвесторів та оригінаторів, пов'язаних з цими ризиками. Система

управління ризиками сек'юритизації активів включає три основних етапи (рис. 2):

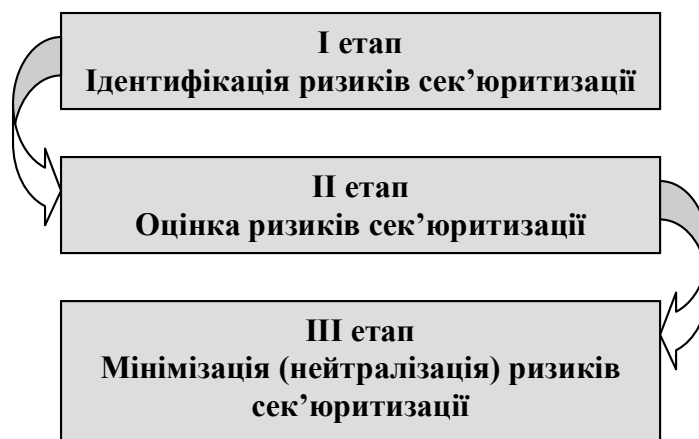


Рис. 2. Етапи управління ризиками сек'юритизації активів

На першому етапі проводиться ідентифікація ризиків сек'юритизації активів та складається їх можливий перелік. До основних ризиків сек'юритизації активів, які є характерними і для механізмів, оснований на фондах сек'юритизації пропонуємо віднести:

- кредитний (ризик несплати або передчасного погашення суми основного боргу та відсотків за сек'юритизованими активами);
- ринковий (пов'язаний із зниженням вартості забезпечення за сек'юритизованими активами);
- процентний (виникає у разі непередбачених коливань процентних ставок);
- валютний (пов'язаний із змінами валютного курсу, коли валюта сек'юритизованих активів та забезпечених ними цінних паперів не співпадає, характерний для транснаціональної сек'юритизації);
- операційний (пов'язаний з недоліками організаційного та технологічного забезпечення проведення операції);
- юридичний (пов'язаний з недосконалістю чинного законодавства в частині регулювання операцій сек'юритизації активів).

На другому етапі проводиться оцінка ризиків сек'юритизації активів, оцінюються втрати, які можуть понести учасники у результаті реалізації окремого чи всіх ідентифікованих ризиків.

На третьому етапі визначаються та застосовуються методи мінімізації (нейтралізації) ризиків сек'юритизації активів.

З метою захисту учасників сек'юритизації активів у світовій практиці використовують механізми підвищення надійності сек'юритизаційних цінних паперів.

Швейцарський дослідник Х.П. Бер механізми підвищення надійності поділяє на внутрішні та зовнішні. До внутрішніх методів підвищення надійності операцій сек'юритизації активів він відніс:

- надлишкове забезпечення (суть полягає в тому, що обсяг переданих SPV активів перевищує номінальну вартість випущених ним боргових цінних паперів);

- субординація (емісія здійснюється декількома траншами, цінні папери яких різняться між собою рівнем ризику та доходності);

- спред-рахунки та резервні рахунки (формується оригінатором або агентом з обслуговування за рахунок різниці (спреду) між вхідним потоком платежів та виплатами інвесторам з метою подолання касових розривів у результаті несвоєчасного надходження коштів за сек'юритизованими активами);

- повне або часткове право регресу по відношенню до оригінатора (такий механізм стимулює оригінатора сек'юритизувати лише активи високої якості, оскільки у разі дефолту відповідальність за зобов'язаннями повертається до нього повністю або частково). Вибір внутрішніх механізмів підвищення надійності сек'юритизації активів здійснюється ще на етапі планування таких операцій.

Зовнішні механізми підвищення надійності передбачають залучення додаткових учасників. До таких механізмів підвищення надійності операцій сек'юритизації активів відносять:

- страхування фінансових ризиків сек'юритизації у страхових компаніях;

- залучення додаткових учасників, які виступають гарантами;

- використання акредитивів (використовуються для покриття ризиків невиконання та подолання касових розривів у разі невідповідності термінів надходження коштів за сек'юритизованими активами та виплатами коштів інвесторам);

- використання рахунків грошового забезпечення (суть полягає у тому, що оригінатор бере кредит у банку та вкладає ці кошти в високо надійні короткострокові фінансові інструменти, які слугують

## Фінанси

забезпеченням за виплатами по цінним паперам інвесторам).

Перевага використання рахунків грошового забезпечення у порівнянні з гарантіями кредитних установ полягає у тому, що у разі пониження рейтингу кредитної установи, такі кошти можна буде перевести в більш надійну організацію, у разі ж пониження рейтингу гаранта – знижується і рівень забезпечення, гарантований ним. Таким чином, рахунки грошового забезпечення слугують захистом від можливого зниження рейтингу гаранта. Варто

також зазначити, що використання зовнішніх механізмів підвищення надійності операцій сек'юритизації активів будуть коштувати оригінаторам дорожче, оскільки кожний додатково залучений учасник за надані ним додаткові гарантії вимагає комісійну винагороду.

Для побудови системи управління ризиками фондів сек'юритизації, необхідно конкретизувати характерні їм ризики сек'юритизації та визначити можливі методи їх мінімізації чи нейтралізації (табл. 1):

Таблиця 1

**Ризики фондів сек'юритизації активів та методи їх мінімізації (нейтралізації)**

<i>Ризики фонду сек'юритизації (його учасників)</i>	<i>Методи мінімізації</i>
Кредитний ризик: - ризик несплати; - ризик передчасного погашення; - ризик затримки платежів; - ризик реінвестування.	Використання: надлишкового забезпечення оригінатора; спред-рахунків; страхування ризиків неповернення в страхових компаніях; гарантій третіх осіб; акредитивів; рахунків грошового забезпечення. Розробка та використання інвестиційних сертифікатів, які дають можливість управління платежами.
Ринковий ризик (у повній мірі реалізується у разі банкрутства оригінатора): - зниження вартості забезпечення за сек'юритизованими активами	Потребує управління у разі, якщо за сек'юритизованими активами є забезпечення (іпотечні активи, лізингові активи, споживчі кредити під заставу майна). Використання: надлишкового забезпечення оригінатора; гарантій третіх осіб;
Процентний ризик (у першу чергу несе оригінатор) - підвищення процентних ставок	Використання сертифікатів фонду сек'юритизації, які не передбачають зміну проценту виплат, емісія короткострокових сертифікатів, забезпечених сек'юритизованими активами. Страхування в страхових компаніях.
Валютний ризик: - підвищення курсу валюти, у якій випущені сертифікати фонду сек'юритизації відносно валюти сек'юритизованих активів	Випуск сертифікатів фонду сек'юритизації у тій же валюті, що і сек'юритизовані активи. Використання хеджування, страхування в страхових компаніях.
Операційний ризик: - ризик збою програмного забезпечення; - помилки інкасових операцій - ризики шахрайства (продаж неіснуючих вимог, підробка документів)	Проведення превентивних заходів: навчання та підвищення кваліфікації працівників; тестування програмного забезпечення; проведення контрольних заходів (перевірка якості сек'юритизованих активів, юридична перевірка документації перед проведенням операцій)
Юридичний ризик: - юридичні проблеми продажу пулу активів (продаж за заниженою вартістю, перекваліфікація продажу угоду по наданню забезпечення); - ризик банкрутства фонду сек'юритизації; - ризики, пов'язані з можливістю відволікання активів фонду сек'юритизації, призначених для забезпечення сертифікатів фонду	Ініціювати поправки до законодавства: - після здійснення передачі активів вона не може бути оскаржена, визнана недійсною або скасована будь-яким іншим способом у разі неплатоспроможності продавця; - заборона КУА на ініціювання процедури добровільного банкрутства фонду сек'юритизації; - фонду забороняється випуск інших інструментів, ніж сертифікати, забезпечені сек'юритизованими активами; - до складу активів фонду сек'юритизації входять виключно права-вимоги за договорами позики, грошові кошти; кошти на депозитних рахунках та державні цінні папери.

**Висновки.** Динаміка розвитку вітчизняного фінансового ринку та його особливості потребують аналізу світового досвіду у сфері розробки та застосування фінансових інновацій, серед яких все більшої уваги привертає механізм сек'юритизації активів. Результати проведеного дослідження свідчать, що сек'юритизація активів, як і будь-яка фінансова інновація характеризується наявністю ряду ризиків різного характеру: кредитного, ринкового, процентного, валютного, операційного та юридичного. Тому ефективно впровадження механізмів сек'юритизації активів потребує не тільки

формування відповідної нормативно-правової бази, а й побудову системи управління ризиками сек'юритизації з метою захисту інтересів її учасників. Результати дослідження показали, що найбільш придатною до застосування у вітчизняних умовах є модель сек'юритизації активів на основі інвестиційних фондів (фондів сек'юритизації). У процесі побудови системи управління ризиками сек'юритизації було конкретизовано ризики фондів сек'юритизації та запропоновано методи їх мінімізації (нейтралізації). Розроблена система управління ризиками фондів сек'юритизації

направлена на захист інтересів учасників фонду (інвесторів), що сприятиме появі на ринку цінних паперів нових високоприбуткових інструментів сек'юритизації, які характеризуються низьким рівнем ризику.

#### 4 Список використаних джерел

1. Бэр Х.П. Секьюритизация активов / Х.П. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 586 с.

2. Дзюблюк О. Особливості сек'юритизації у механізмі управління кредитним ризиком банківської діяльності / О. Дзюблюк // Вісник ТНЕУ. – 2009. - № 2. – С. 45-55.

3. Казаков А.А. Управление рисками при секьюритизации / А.А. Казаков // Русипотека [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/articles/>.

УДК 336.77:631.162

**Н.Л. ПРАВДЮК**, д.е.н., професор,  
Вінницький державний аграрний університет

## Формування сталої фінансової системи аграрного сектору

### & Питання, які розглядаються:

- *Висвітлені проблеми фінансової системи та їх роль у реформуванні аграрного сектору економіки України.*

**Ключові слова:** *фінансова система, бюджетні програми, агропродовольчий сектор.*

### & Вопросы, которые рассматриваются:

- *Освещены проблемы финансовой системы и их роль в реформировании аграрного сектора экономики Украины.*

**Ключевые слова:** *финансовая система, бюджетные программы, агропродовольственный сектор.*

### & Issues that are examined:

- *The problems of the financial system and their role in reforming the agricultural sector of Ukraine were elucidated.*

**Keywords:** *financial system, government programs, agri-food sector.*

**Постановка проблеми.** Фінансова система - форма організації грошових відносин між всіма суб'єктами відтворювального процесу по розподілу і перерозподілу сукупного суспільного продукту. Взаємозв'язані ланки фінансової системи: державний бюджет, позабюджетні фонди, кредит, страхові і резервні фонди, фондочий ринок, фінанси підприємств різних форм власності; сукупність різних сегментів фінансових стосунків, кожен з яких має специфіку у формуванні і використанні грошових коштів. Поняття "фінансова система" уживається в двох значеннях: як сукупність інституцій (установ), що займаються грошовими операціями (фонди, компанії, банки), і як система фінансових відносин. Фінансова система - англ. *Financial System*, може бути визначена на глобальному, регіональному рівнях або рівні окремого підприємства.

**Аналіз попередніх досліджень і публікацій.** Проблемам реформи та державної підтримки аграрного сектору присвятили свої праці вчені П. Гайдучський, М. Гладій, О. Гудзь, М. Дем'яненко,

С. Дем'яненко, С. Зоря, П. Лайко, П. Стецюк, В. Онегіна, Т. Осташко, П. Саблук та інші.

Актуальність теми визначається тим, що проблематика фінансової системи у аграрній економічній науці поки що мало досліджувалася. Відсутні чітке її трактування, визначення складу, підходи до розбудови. Як вказує В.М. Опарін [7], "недостатньо уваги приділяється виявленню взаємозв'язків і взаємозалежностей у функціонуванні її окремих складових, що ускладнює управління даною системою в цілому. Не вирішеними в теоретичному і практичному плані залишаються питання визначення потенціалу фінансової системи, дискусійними є підходи до трактування фінансових ресурсів, обсяги яких характеризують фінансові можливості. При цьому необхідно враховувати, що результативність фінансової системи залежить не тільки від наявного потенціалу, а й від оптимального розміщення фінансових ресурсів, їх раціонального інвестування та ефективного використання".

На думку С. Дем'яненка [1], "для того, щоб здолати або хоч би істотно скоротити 30-кратне