Володимир І. Міщенко, Світлана В. Науменкова, Олексій А. Шаповал

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ СПОЖИВЧИХ КРЕДИТІВ

У статті досліджено особливості боргового фінансування на основі використання сек'юритизації банківських кредитів, сучасний стан і проблеми випуску та обігу сек'юритизованих цінних паперів. Обґрунтовано методичні підходи до використання в практиці вітчизняних банків сек'юритизації споживчих кредитів за традиційною схемою. Визначено основні напрями перерозподілу кредитних ризиків у разі здійснення сек'юритизації за умов використання різних валют кредиту та облігацій. Запропоновано науково-методичні підходи до розрахунку ставки купона за сек'юритизованими облігаціями.

Ключові слова: *боргове фінансування; сек'юритизація; споживчі кредити; кредитний агент.*

Рис. 4. Табл. 1. Літ. 16.

Владимир И. Мищенко, Светлана В. Науменкова, Алексей А. Шаповал

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ

В статье исследованы особенности долгового финансирования на основе использования секьюритизации банковских кредитов, современное состояние и проблемы выпуска и обращения секьюритизованих ценных бумаг. Обоснованы методические подходы к использованию в практике банков секьюритизации потребительских кредитов по традиционной схеме. Определены основные направления перераспределения кредитных рисков при условии использования разных валют кредита и облигаций. Предложены научно-методические подходы к определению ставки купона по секьюритизированным облигациям.

Ключевые слова: *долговое финансирование; секьюритизация; потребительские кредиты; кредитный агент.*

Volodymyr I. Mishchenko[1], Svitlana V. Naumenkova[2], Oleksiy A. Shapoval[3]

CONSUMER LOANS SECURITIZATION

The paper explores the peculiarities of debt financing based on bank loans securitization, as well as their current state and problems in securities issue and floating in Ukraine. The research focuses on the approaches to practical implementation of traditional securitized consumer loans by Ukrainian banks. Recommendations are provided on the key directions of redistribution of credit risks subject to the use of different currencies of loans and bonds. A scientific methodological framework is suggested to estimate the coupon rate on securitized bonds.

Keywords: *debt financing; securitization; consumer loans; credit agent.*

Peer-reviewed, approved and placed: *4.05.2016.*

Постановка проблеми. В умовах дефіциту ресурсної бази банків одним із методів її поповнення з метою активізації споживчого кредитування та зниження загального рівня кредитних ризиків може бути використання сек'юритизації споживчих кредитів.

У світовій практиці сек'юритизацію визнають надійним методом трансформації низьколіквідних активів у ліквідні фінансові інструменти шляхом випуску облігацій, забезпечених споживчими кредитами, що генерують платежі [5, *90*; 15, *29*].

[1] Banking University, Kyiv, Ukraine.
[2] Taras Shevchenko National University of Kyiv, Ukraine.
[3] National Bank of Ukraine, Kyiv, Ukraine.

© *Володимир І. Міщенко, Світлана В. Науменкова, Олексій А. Шаповал, 2016*

В Україні становлення ринку боргового фінансування розпочалося у 2006 р. після законодавчого визначення засад емісії та обігу структурованих іпотечних облігацій (MBS) відповідно до Закону України «Про іпотечні облігації» [1]. Упродовж 2006–2008 рр. вітчизняні банки здійснили перші спроби сек'юритизації іпотечних кредитів та автокредитів, однак споживчі кредити до останнього часу для таких цілей практично не використовувались. Варто зазначити, що через фінансову кризу обсяги емісії облігацій банками ще залишаються незначними, а в 2015 р. жодної емісії облігацій банків взагалі не було зареєстровано.

Тому існує нагальна потреба в поглибленні теоретичних і практичних аспектів використання вітчизняними банками боргового фінансування та проведенні сек'юритизації споживчих кредитів.

Аналіз останніх досліджень публікацій. У науковій літературі проблеми боргового фінансування та сек'юритизації банківських активів вже давно досліджують Х.П. Бер [2], Т.Г. Буй [5], Д. Вінк [15], Л.-Л. Вольф [11], А. Девідсон [11], В. Котарі [14], С.В. Міщенко [3], Ф. Дж. Фабоцці [9] та інші вчені. Разом з тим, необхідно відмітити, що у вітчизняній науковій літературі проблеми боргового фінансування за рахунок сек'юритизації споживчих кредитів ще практично не досліджувалися, а тому постановка цього питання та обґрунтування науково-методичних підходів мають конкретне практичне значення.

Мета дослідження полягає в поглибленні теоретичних підходів та вдосконаленні інструментарію сек'юритизації споживчих кредитів вітчизняними банками з метою розширення ресурсної бази і зниження кредитних ризиків.

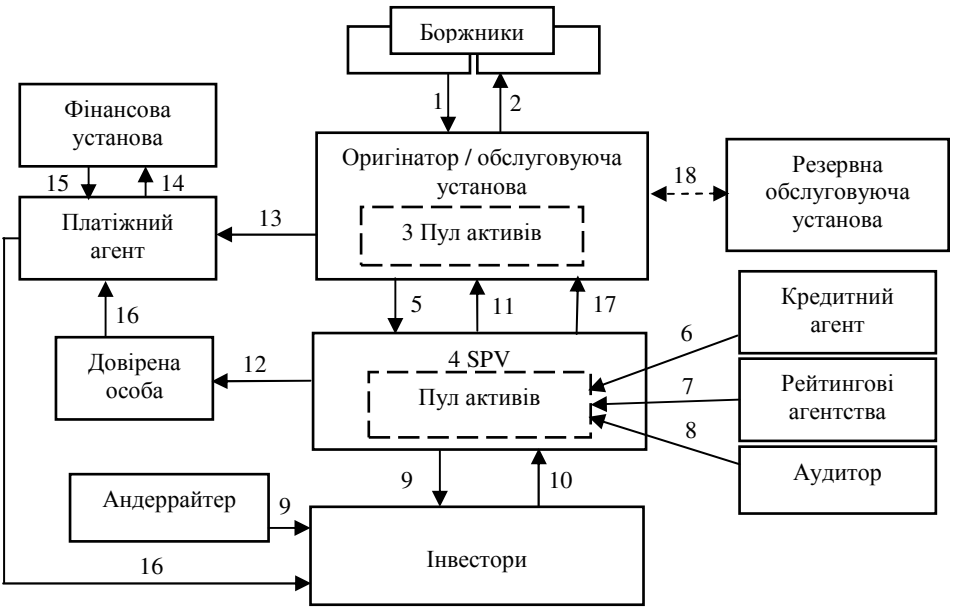
Основні результати дослідження. Основними видами сек'юритизації активів є традиційна та синтетична. Сек'юритизація за класичною схемою є процесом структурованого фінансування та перерозподілу ризиків, за якого пул фінансових активів, що відповідає визначеним критеріям, віддається спеціально створеній, захищеній від банкрутства, незалежній установі (SPV), яка вже від свого імені укладає договори та здійснює випуск забезпечених відступленими активами облігацій.

Синтетична сек'юритизація може здійснюватися як з метою передачі кредитного ризику (випуск кредитних свопів – credit default swap, total return swap), так і з метою залучення додаткових ресурсів і перерозподілу кредитного ризику (випуск credit linked notes, loan participation notes). Її відмінність від традиційної сек'юритизації полягає в тому, що активи залишаються на балансі оригінатора, а створення SPV не є обов'язковим. Однак, хоча кредитні ноти і мають вищу дохідність, вони менше захищені від дефолту емітента чи оригінатора, оскільки містять ризик заміни активів у структурованому пулі та мають менш ліквідний ринок. Вважають, що синтетична сек'юритизація наражає учасників угоди на вищий ризик, а тому частіше віддають перевагу використанню традиційного підходу [16].

У країнах з розвиненою економікою на фінансовому ринку в обігу залежно від типу активів перебувають такі сек'юритизовані цінні папери: забезпечені житловою іпотекою (residential mortgage-backed securities – RMBS) та комерційною іпотекою (commercial mortgage-backed securities – CMBS); забезпечені активами (asset-backed securities – ABS): споживчими кредитами, авто-

кредитами, лізинговими угодами та іншими активами, крім нерухомості; забезпечені різного виду борговими зобов'язаннями (collateralized debt obligations – CDOs) [3, *72*; 4, *20*; 15, *29*].

Головними чинниками, що формують структуру угод ABS, є: вид активу, що структурується, характеристика активу, який генерує грошовий потік; потреби сторін угоди та законодавство країни. Однак в основі кожної угоди лежить відносно універсальна базова схема: оригінатор відступає структурований пул активів спеціалізованій установі, яка, своєю чергою, розміщує серед інвесторів цінні папери (зазвичай, облігації), забезпеченням за якими є відступлені активи, а отримані від інвесторів кошти емітент передає оригінатору як плату за активи (рис. 1).



1 – грошове зобов'язання; 2 – право вимоги; 3 – формування пулу активів за допомогою зовнішніх консультантів; 4 – створення SPV; 5 – договір про відступлення активів на дату емісії облігацій; 6 – надання додаткового забезпечення; 7 – присвоєння та періодичний перегляд рейтингу емісії; 8 – проведення первісного та періодичного аудиту пулу активів; 9 – розміщення облігацій серед інвесторів; 10 – придбання облігацій; 11 – оплата вартості активів; 12 – передача активів в довірче управління; 13 – передача платежів позичальників; 14 – реінвестування процентних та капітальних платежів; 15 – повернення реінвестованих коштів та процентів за ними; 16 – процентні та капітальні платежі за облігаціями; 17 – повернення залишку відступлених активів після повного виконання зобов'язань перед інвесторами; 18 – заміна оригінатора резервною обслуговуючою установою у випадках, передбачених угодою.

Рис. 1. **Типова схема класичної сек'юритизації активів,** *авторська розробка*

Економічний зміст процесу сек'юритизації полягає у відокремленні сформованого пулу активів від основних активів оригінатора та їх відступлення спеціалізованій установі, яка не має інших активів, крім відступлених. Таким чином інвестор оцінює лише юридично самостійний пул відступлених

активів (диверсифіковані однорідні права вимоги за споживчими кредитами), а не первісного власника активів загалом, завдяки чому й досягається ефект «боргового фінансування». Такий підхід відповідає сучасним потребам банківської системи, коли вітчизняні банки, маючи можливість сформувати пул якісних активів, не можуть ефективно його розмістити, оскільки вартість залучення ресурсів включає ще й ризик дефолту емітента.

Доцільність використання сек'юритизації як способу боргового фінансування банківського бізнесу залежить від обсягу та умов угоди. Міжнародний та вітчизняний досвід свідчать, що для досягнення беззбитковості випуску, через значні разові та періодичні витрати, сума угоди має складати не менше 100 тис. дол. США (в еквіваленті) [2, *33*]. Такий обсяг першокласних активів мають на своєму балансі переважно банки І-ої групи за класифікацією НБУ. Проте цей обсяг можна зменшити за рахунок участі в угоді кількох оригінаторів, які можуть разом сформувати пул. Таким чином, витрати на сек'юритизацію активів будуть розподілені між кількома оригінаторами.

Важливим аспектом процесу сек'юритизації є визначення рейтингу емісії сек'юритизованих цінних паперів. Необхідність отримання рейтингу обумовлена не лише необхідністю виконання законодавчих вимог, а, перш за все, потребою в об'єктивній базі для оцінювання ризиків емісії. Високий рейтинг випуску дозволяє емітенту забезпечити вигідніші умови розміщення сек'юритизованих цінних паперів через меншу плату за ризик та сприяє підвищенню їхньої ліквідності на ринку.

У зв'язку з цим важливого практичного значення набуває визначення залежності між витратами емітента та майбутньою дохідністю інвесторів, з одного боку, а також між рейтингом випуску сек'юритизованих облігацій, з іншого. Для цього пропонуємо використовувати композитну криву дохідності, побудова якої доцільна за відсутності в емітента достатньої кількості випусків з різними строками погашення. З огляду на найвищу ліквідність ринку США, для побудови кривих дохідності сек'юритизованих облігацій з рейтингом ААА ми обрали транші А з індексів сек'юритизованих облігацій "Bank of America Merrill Lynch", активами для яких є карткові кредити, кредити на купівлю автомобілів та іпотечні кредити, і порівняли з кривою дохідності для облігацій Казначейства США станом на 27.02.2016 (рис. 2).

Одержані результати дозволяють зробити висновок, що крива дохідності за ABS наближалась до кривої дохідності за облігаціями Казначейства США, які мають найвищий рейтинг, тоді як крива дохідності облігацій, забезпечених кредитними картками, мала найменший спред з кривою державних облігацій Казначейства США. Це підтверджує наявність тісного зв'язку між дохідністю сек'юритизованих цінних паперів та рейтингом їх випуску. Крім того, як свідчить аналіз американської практики, спред кривих дохідності сек'юритизованих облігацій і облігацій Казначейства США залежить від ринкових умов, у т.ч. від очікувань ринку щодо напряму зміни процентних ставок і специфічних факторів, що впливають на сек'юритизовані активи (наприклад, частота дострокового погашення кредитів або дефолтів у структурованому пулі кредитів), що, відповідно до теорії взаємозв'язку ризику та винагороди, сприяє підвищенню дохідності облігацій у відповідь на підвищення ризику. Згідно з цією

теорією облігації, забезпечені надходженнями за кредитними картками, мають менший ризик, ніж інші сек'юритизовані облігації.

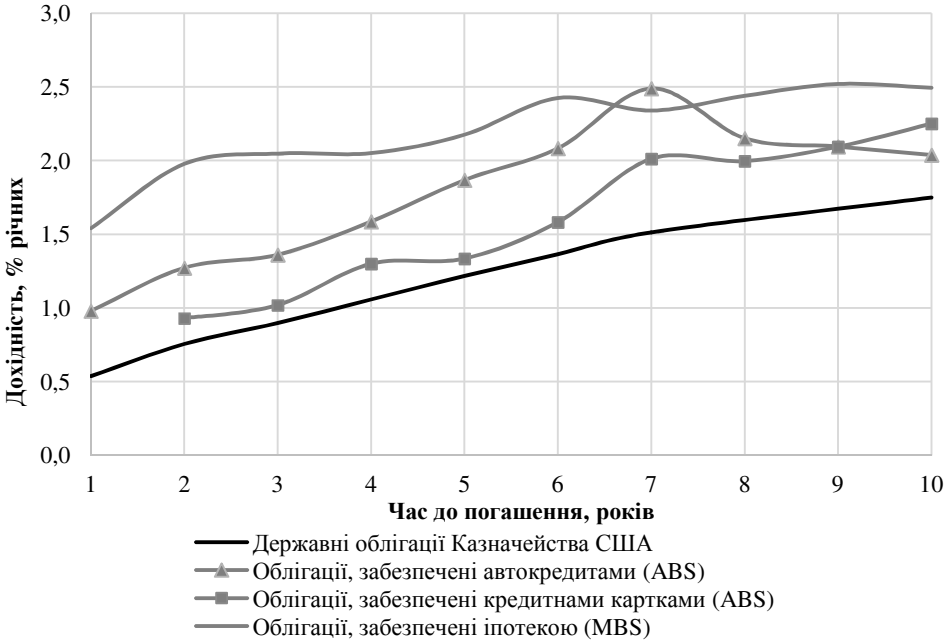


Рис. 2. **Криві дохідності облігацій Казначейства США та сек'юритизованих облігацій, забезпечених активами ABS і MDS, на 27.02.2016,** *побудовано за даними* [12]

Ситуація, що склалася на фінансовому ринку США у 2009–2016 рр., характеризувалась періодом низьких процентних ставок. В Україні упродовж цього ж періоду ми спостерігаємо протилежну ситуацію. Процентні ставки є дуже високими та волатильними, що підтверджується аналізом динаміки міжбанківських ставок пропозиції KIEVPrime (у гривні) та LIBOR (у доларах США) (рис. 3). За таких умов дуже складно уникнути кредитного ризику за активами, включеними до пулу, та визначити перспективну дохідність сек'юритизованих цінних паперів, що й стримує процеси боргового фінансування.

Як свідчить аналіз даних, наведених на рис. 4, нестабільність на грошово-кредитному ринку України суттєво вплинула на вартість залучення ресурсів на фінансовому ринку шляхом випуску державних облігацій. Тому крива дохідності облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), номінованих у гривні, має інверсну форму, що свідчить про очікування інвесторів у підвищеній ймовірності дефолту в короткостроковому періоді. А це, відповідно, підвищує попит на довгострокові цінні папери емітентів з високим рейтингом.

Важливість розрахунку кривої дохідності ОВДП обумовлена тим, що вона характеризує ризик країни, який, у свою чергу, є головною складовою вартості залучення ресурсів. Приймаючи рішення про емісію сек'юритизованих цінних паперів, оригінатор і андеррайтер повинні здійснити аналіз поточної

дохідності облігацій певного типу, що дозволяє розрахувати ставку купону, яка складається із середньої дохідності за державними облігаціями та ABS-спреду. Крім того, варто мати на увазі, що до витрат емітента також належать витрати на послуги обслуговуючої установи, юридичних консультантів, кредитного агента, рейтингових агенств тощо.

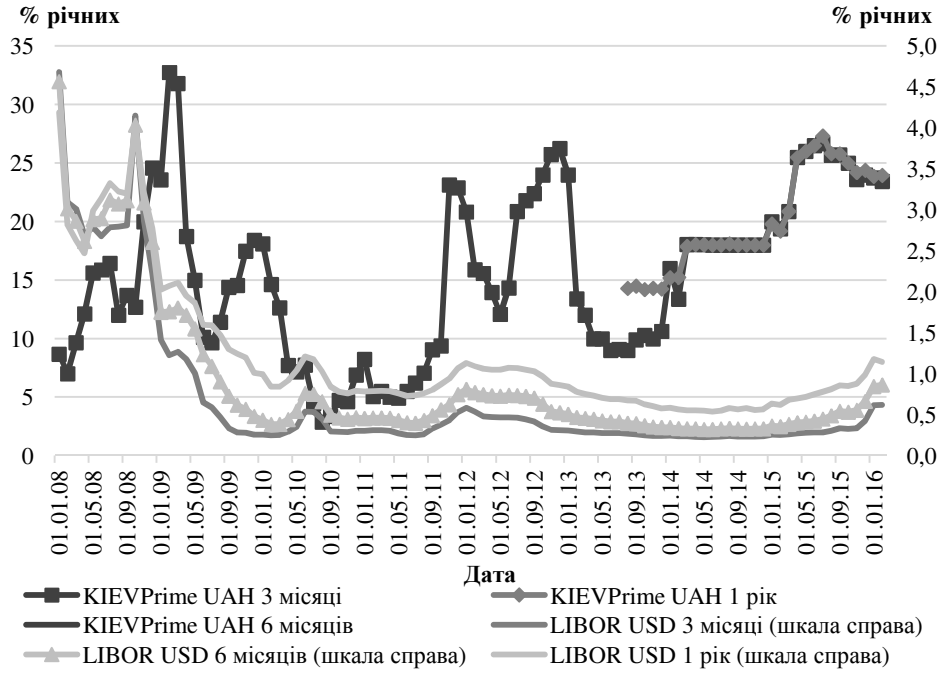


Рис. 3. **Динаміка процентних ставок пропозиції KIEVPrime та LIBOR у 2008–2015 рр.,** *побудовано за даними* [12]

На основі проведеного аналізу методологічних засад ціноутворення сек'юритизації споживчих активів та аналізу реальних угод сек'юритизації в різних країнах світу, а також враховуючи ймовірну необхідність залучення закордонних експертів і сторін угоди, для умов України нами запропоновано структуру орієнтовних кількісних значень вхідних і вихідних потоків платежів і витрат, що виникають у процесі обігу сек'юритизованих облігацій зі строком розміщення 5 років, активами за якими є споживчі кредити, номіновані в гривні (табл. 1). Обсяг витрат вказаний у діапазоні, оскільки залежить від низки факторів: обсягу випуску, типу активів, що структуруються, кількості кредитів у пулі тощо.

Вхідні потоки платежів складаються із процентів за користування кредитом та інших разових або періодичних комісій і зборів. З урахуванням вищого рівня ризику за споживчими кредитами, наданими Україні, середньозважена процентна ставка за сформованим пулом кредитів за теперішніх умов на грошово-кредитному ринку може сягати 35–40%.

Ключовим питанням процесу сек'юритизації є визначення ставки купону за структурованими облігаціями, з метою встановлення якої оригінатор і

андеррайтер проводять детальний аналіз ринку, враховують інтереси потенційних інвесторів та середньозважену процентну ставку за сформованим пулом кредитів. Крім того, доцільно вважати, що базова ставка включає в себе ще й ризик країни та ABS-спред. В нинішніх умовах при розміщенні сек'юритизованих облігації строком на 5 років ставка купону може бути на рівні 13,5%. При цьому, оскільки до пулу включаються переважно короткострокові кредити, структура угоди повинна бути поновлювальною (револьверною).

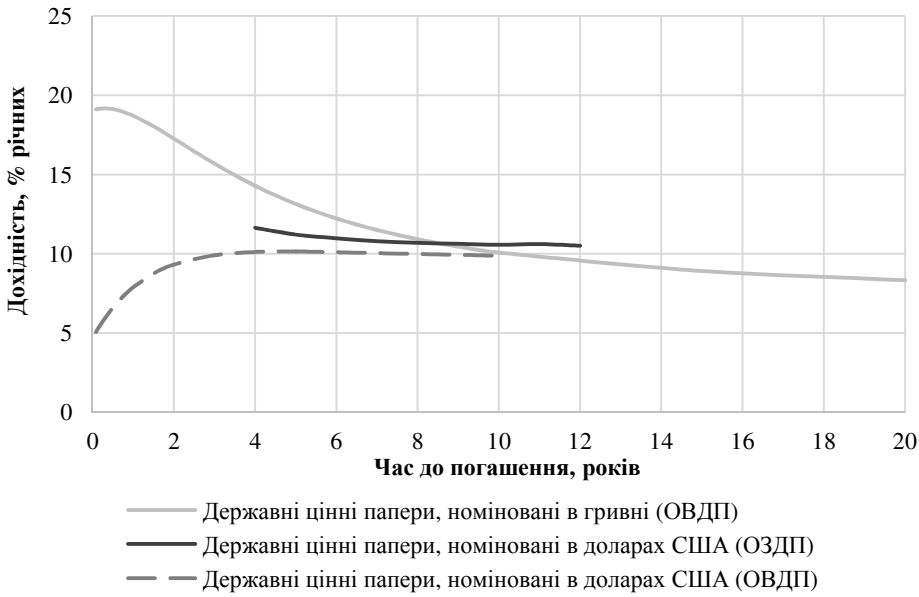


Рис. 4. **Криві дохідності державних цінних паперів України, номінованих в гривні та доларах США на 27.02.2016,** *побудовано за даними* [12]

Таким чином, проведений аналіз дозволяє стверджувати, що навіть за нинішніх умов рівень процентних ставок за споживчими кредитами з урахуванням рівня витрат на випуск дозволяє українським банкам здійснити сек'юритизацію споживчих кредитів.

Практичне значення має аналіз накопиченого вітчизняними банками досвіду боргового фінансування. Так, упродовж 2000-х рр. банками України було здійснено сек'юритизацію активів за синтетичною схемою шляхом випуску нот участі в кредиті (loan participation notes) на суму 24 млрд. дол. США та кредитних нот (credit linked notes) на суму 8 млрд дол. США (в еквіваленті) [7; 12].

Найбільш активними банками-емітентами у 2006–2008 рр. були «Приватбанк», «Альфа-Банк», «Надра», «Фінанси і кредит», «Укрсиббанк», «Укрсоцбанк». Однак більшість випусків облігацій було реструктуризовано, а за реструктуризованими випусками LPN банк «Фінанси і кредит» оголосив дефолт через віднесення його до категорії неплатоспроможних, не дивлячись на створення транскордонної SPV [8]. Цей випадок свідчить про недостатній рівень захисту від дефолту як емітента, так і оригінатора в разі використання

синтетичної схеми сек'юритизації. Тому, на наш погляд, у вітчизняних умовах боргове фінансування повинно здійснюватися переважно на основі використання класичної схеми сек'юритизації.

Таблиця 1. **Структура орієнтовних кількісних значень вхідних і вихідних потоків платежів за сек'юритизованими облігаціями***

Категорія грошових потоків та витрат	Напрями надходжень та витрат	Сума, тис. дол. США; зміна від обсягу випуску, б. п.
Вхідні платежі	Надходження за виданими споживчими кредитами	≈ 4000 б. п.
Вихідні платежі	Купон	≈ 1350 б. п.
Періодичні витрати**	Оплата послуг обслуговуючої установи	60–200 б. п.**
	Оплата послуг управителя заставних активів	10–25 тис. дол. США
	Оплата послуг кредитного агента	10 б. п.**
	Оплата послуг аудитора у процесі обслуговування боргу	10–20 тис. дол. США
	Оплата послуг перегляду рейтингу рейтингового агентства	10 тис. дол. США
	Оплата послуг платіжного агента	10–20 тис. дол. США
Разові витрати**	На юридичну консультацію	150–500 тис. дол. США
	На створення SPV	50 тис. дол. США
	Аудиторський висновок для емісії облігацій	20–50 тис. дол. США
	На присвоєння рейтингу	2–7 б. п.** на одне рейтингове агентство
	Лістинг	5-30 тис. дол. США
	Розміщення облігацій на ринку	25-200 б. п.**
Дефолти за кредитами I/II категорії якості		≈1000 б. п.

* складено за даними [2, *198, 263*; 9, *81*; 10; 11, *525*; 14, *398*].
** у розрахунку на весь обсяг випуску облігацій.

Саме таку схему у 2007 р. використав ПАТ КБ «Приватбанк», який здійснив емісію структурованих облігацій через SPV "Ukraine Mortgage Loan Finance No.1". Банк емітував облігації, активами за якими була житлова іпотека (RMBS), на суму 180 млн дол. США у три транші: транш А – 134,1 млн, транш В – 36,9 млн, транш С – 9,0 млн дол. США [7; 12].

Рейтингові агентства присвоїли старшому траншу (А) кредитний рейтинг інвестиційного класу Baa3 ("Moody's") та BBB- ("Fitch"), мезонінному траншу (В) – кредитний рейтинг спекулятивного класу (Ba3 і B+), молодший транш (С) не мав рейтингу. В цей же час рейтингові агентства "Moody's", "Fitch" та "Standard & Poor's" присвоїли Україні кредитний рейтинг в іноземній валюті спекулятивного класу Ba3, BB- та BB- відповідно. Ставка купону за сек'юритизованими облігаціями була встановлена плаваючою та розраховувалась за формулою 1-місячної ставки LIBOR + спред залежно від класу траншу. Так, для траншу А цей спред складав 210 б. п., для траншу В – 375 б. п., а транш С було емітовано під фіксовану ставку 10% [13].

У 2008 р. «Приватбанк» через SPV "Ukraine Auto Loan Finance No.1" емітував структуровані облігації, активами за якими були автокредити, на суму 110 млн дол. США у три транші: А – 85,8 млн з рейтингом Baa3 ("Moody's") та BBB- ("Fitch"), В – 18,7 млн з рейтингом Ba3 та B, а також С – 5,5 млн дол. США без рейтингової оцінки. Ставка купону за другим випуском структурованих облігацій також була плаваючою і розраховувалась як 3-місячна ставка LIBOR плюс спред, який для траншу А становив 210 б. п., а для В – 375 б. п. [13].

Завдяки сприятливим для емітента умовам, що склалися на ринку після емісії облігацій, а саме – значному зниженню ставки LIBOR, банк скористався правом дострокового погашення облігацій (clean-up call), якого він набув згідно з проспектом емісії, сплативши 90% початкового обсягу випуску. З метою зниження процентного ризику емітент також уклав угоду про фіксований максимум процентної ставки купону та передбачив у проспекті емісії можливість реінвестувати одержані кошти у першокласні інструменти в разі виникнення ризику перевищення сплачених процентів над отриманими [13]. Таким чином, в обох випусках сек'юритизованих облігацій простежується залежність вартості залучення ресурсів від рейтингу випуску облігацій.

На відміну від звичайних (незабезпечених) облігацій, дохідність структурованих облігацій залежить ще й від розміру та терміну виплати основної суми боргу за кредитами. Тому в процесі сек'юритизації необхідно враховувати можливість дострокових погашень, реалізації заставного майна, страхові виплати, зворотний викуп облігацій оригінатором тощо.

Важливе значення в процесі сек'юритизації має вибір валюти кредитів, які входять до пулу, та валюти сек'юритизованих цінних паперів, оскільки між зміною курсу гривні та рівнем прострочення за кредитами існує пряма кореляційна залежність, що обумовлено підвищенням валютного ризику для позичальника. У разі випуску валютних облігацій під забезпечення кредитів, виданих у гривні, валютний ризик, який через значні коливання курсу гривні може стати надмірним, приймає на себе емітент. У разі, якщо кредити, що підлягають сек'юритизації, видані в іноземній валюті, а сек'юритизовані цінні папери емітовані в гривні, також існує ризик, обумовлений несвоєчасною виплатою позичальниками свого боргу перед банком через девальвацію, а, значить, і ризик одержання доходів від сек'юритизованих цінних паперів. Таким чином, валютний ризик може посилювати кредитний ризик.

Виходом із такої ситуації, на наш погляд, може бути структурування оригінатором пулу споживчих кредитів, номінованих у гривні, та випуск емітентом облігацій, номінованих в іноземній валюті, за умови укладання договору валютного свопу, що дозволяє хеджувати валютний ризик.

Слабкий розвиток в Україні процесів сек'юритизації активів обумовлений їх недостатньою законодавчою урегульованістю. Так, Законом України «Про іпотечні облігації» не регулюються такі ключові аспекти сек'юритизації як: організаційно-правова форма SPV та оподаткування її діяльності; особливості правового режиму угод сек'юритизації у разі ліквідації банку-оригінатора та виключення відступлених активів із його конкурсної маси; не визначено порядок передачі вимог резервній обслуговуючій установі в разі неспроможності основної установи виконувати свої функції тощо [1].

Врегулювання більшості зазначених проблем передбачено в проекті Закону України «Про облігації, забезпечені відокремленими активами». Згідно проекту, спеціалізована установа SPV має бути створена у формі публічного акціонерного товариства, а її операції не повинні оподатковуватися податком на прибуток та податком на додану вартість. Крім того, передбачено, що забезпечувальне покриття не включається до ліквідаційної маси оригінатора, обслуговуючої установи, резервної обслуговуючої установи та емітента [6].

Головними перевагами використання боргового фінансування на основі сек'юритизації споживчих кредитів є:

- відсутність кредитних ризиків, пов'язаних з діяльністю оригінатора, після відступлення кредитів спеціалізованій установі, що дозволяє отримати значно вищий рейтинг випуску, порівняно з випуском звичайних облігацій, та знизити вартість обслуговування боргу;
- списання кредитів з балансу оригінатора та отримання ліквідних коштів, які можуть бути використані для реінвестування та видачі нових кредитів, що сприяє підвищенню рентабельності та фінансової стійкості банку;
- зниження регулятивних вимог щодо виконання економічних нормативів НБУ, оскільки при їх розрахунку відступлені кредити не враховуються (це стосується нормативів достатності регулятивного капіталу, ліквідності та максимального ризику на одного позичальника).

Разом з тим, варто вказати й на певні проблеми, пов'язані із сек'юритизацією споживчих кредитів, серед яких:

- складність і високі витрати на здійснення сек'юритизації через низький рівень стандартизованості структурування угод;
- недостатня гнучкість у відносинах між учасниками угоди, оскільки після відступлення прав вимоги оригінатор уже не може вносити зміни в умови діючого кредитного договору, узгоджувати індивідуальній графік погашення кредиту, застосувати до боржника заходи впливу тощо;
- необхідність попередження позичальника про відступлення його заборгованості іншій юридичній особі та отримання дозволу на передачу персональних даних.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що з точки зору банків боргове фінансування шляхом сек'юритизації активів доцільно розглядати як стратегічний напрям діяльності, запровадження якого дозволяє розширити ресурсну базу та диверсифікувати кредитний ризик. З точки зору інвесторів сек'юритизовані облігації, забезпечені кредитами, є надійним інструментом інвестування, виконання зобов'язань за яким не залежить від фінансового стану оригінатора.

В Україні становлення ринку боргового фінансування розпочалося у 2006 р. після законодавчого врегулювання порядку емісії та обігу структурованих іпотечних облігацій. Сьогодні необхідне розширення набутого досвіду та використання для сек'юритизації інших активів, зокрема, споживчих кредитів. Для цього потрібно більш чітко обґрунтувати види кредитів, які можуть бути використані як забезпечення в угодах сек'юритизації, зокрема, законодавчо закріпити, що забезпеченням мають бути права вимоги за пулами спо-

живчих кредитів, які належать до І-ої або ІІ-ої категорії якості за класифікацією НБУ, не перебувають у заставі та номіновані в гривні. Потребують удосконалення методичні підходи до розрахунку ставки купона за облігаціями та порядку визначення і підтримання рейтингу сек'юритизованих облігацій. Більш чітким повинно бути обґрунтування схеми сек'юритизації та використання переважно традиційної, а на синтетичної сек'юритизації.

Подальшого законодавчого урегулювання потребує також визначення організаційно-правової форми SPV та вирішення питань оподаткування її діяльності, уточнення правового режиму угод сек'юритизації в разі ліквідації банку-оригінатора, визначення порядку передачі вимог резервній обслуговуючій установі в разі неспроможності основної установи виконувати свої функції та інші.

1. Про іпотечні облігації: Закон України від 22.12.2005 № 3273-IV // zakon.rada.gov.ua.
Pro ipotechni oblihatsii: Zakon Ukrainy vid 22.12.2005 № 3273-IV // zakon.rada.gov.ua.

2. *Бэр Х.П.* Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
Ber Kh.P. Sekiuritizatciia aktivov: sekiuritizatciia finansovykh aktivov – innovatcionnaia tekhnika finansirovaniia bankov / Per. s nem. – M.: Volters Kluver, 2007. – 624 s.

3. *Міщенко С.В.* Проблеми організації та управління первинним ринком цінних паперів // Вісник Української академії банківської справи.– 2002.– №1. – С. 70–78.
Mishchenko S.V. Problemy orhanizatsii ta upravlinnia pervynnym rynkom tsinnykh paperiv // Visnyk Ukrainskoi akademii bankivskoi spravy.– 2002.– №1. – S. 70–78.

4. *Науменкова С.В.* Нові методи забалансового фінансування в банківській справі // Банківська справа.– 1997.– №2. – 19–22.
Naumenkova S.V. Novi metody zabalansovoho finansuvannia v bankivskii spravi // Bankivska sprava.– 1997.– №2. – 19–22.

5. *Науменкова С.В., Буй Т.Г.* Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні // Фінанси України.– 2010.– №2. – С. 89–101.
Naumenkova S.V., Bui T.H. Vykorystannia strukturovanykh tsinnykh paperiv dlia finansuvannia korporatsii v Ukraini // Finansy Ukrainy.– 2010.– №2. – S. 89–101.

6. Про облігації, забезпечені відокремленими активами: Проект Закону України від 06.05.2015 № 2784 // search.ligazakon.ua.
Pro oblihatsii, zabezpecheni vidokremlenymy aktyvamy: Proekt Zakonu Ukrainy vid 06.05.2015 № 2784 // search.ligazakon.ua.

7. Расширенный поиск облигаций // Фінансове інформаційне агентство Cbonds // www.nssmc.gov.ua.
Rasshirennyi poisk obligatcii // Finansove informatciine agentstvo Cbonds // www.nssmc.gov.ua.

8. Уполномоченный по LPN банка «Финансы и Кредит» намерен потребовать досрочное погашение ценных бумаг // interfax.com.ua.
Upolnomochennyi po LPN banka «Finansy i Kredit» nameren potrebovat dosrochnoe pogashenie tcennykh bumag // interfax.com.ua.

9. *Bhattacharya, A.K., Fabozzi, F.J.* (ed.) (1996). Asset-Backed Securities. John Wiley & Sons. 410 p.

10. Companies House. Ukraine mortgage loan finance no.1 plc // beta.companieshouse.gov.uk.

11. *Davidson, A., Sanders, A., Wolff, L.-L., Ching, A.* (2004). Securitization: Structuring and Investment Analysis. John Wiley & Sons. 576 p.

12. Financial Products // Bloomberg Professional: Bloomberg Terminal // www.bloomberg.com.

13. Individual Debt Instrument Data // The Irish Stock Exchange // www.ise.ie.

14. *Kothari, V.* (2006). Securitization: The Financial Instrument of the Future. John Wiley & Sons. 992 p.

15. *Vink, D.* (2008). ABS, MBS and CDO compared an empirical analysis. The Journal of Structured Finance, 14(2): 27–45.

16. Weekly global regulatory updates // Association for Financial Markets in Europe // www.afme.eu.