

2. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" № 448/96, остання редакція від 13.10.2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до закону : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=448%2F96-%E2%F0>.
3. Річні звіти Державної комісії із цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] / Державна комісія із цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>.
4. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник / [М. А. Коваленко, Л. М. Радванська, Н. В. Лобанова, Г. М. Швороб]. – Херсон : Олді-плюс, 2005. – 572 с.
5. Сохацька О. М. Біржова справа : підручник / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Карт-бланш, 2003. – 602 с.
6. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика : навчальний посібник / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К. : ЦУЛ, 2002. – 616 с.
7. Чесноков В. Л. Біржові операції / В. Л. Чесноков. – К. : ЦУЛ, 2008. – 192 с.
8. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : підручник / Валентина Миколаївна Шелудько. – 2-ге вид., стер. – К. : Знання, 2008. – 535 с.

Рецензенти:

Вахович І.М. – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Луцького національного технічного університету;

Ковальська Л.Л. – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економіки та підприємництва Луцького національного технічного університету.

УДК 336.767

ББК 65.262

Новак О.С.

ПЕРСПЕКТИВИ ВПРОВАДЖЕННЯ МЕХАНІЗМУ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ ДЛЯ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

Житомирський державний технологічний університет,
Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України,
кафедра фінансів,
10005, м. Житомир, вул. Черняхівського, 103 а,
тел.: 8 (0412) 378482 (роб.),
e-mail: novak os@ukr.net

Анотація. Стаття спрямована на дослідження механізму сек'юритизації активів і можливості його впровадження в діяльність недержавних пенсійних фондів.

Ключові слова: сек'юритизація активів, компанія-оригіатор, спеціально створений фінансовий посередник, недержавний пенсійний фонд, диверсифікований пул.

Annotation. The article is directed on research of mechanism of assets securitization and possibility of his introduction in activity of non-state pension funds.

Key words: asset securitisation, originator, special purpose vehicle, non-state pension fund, diversified pool.

Вступ. В умовах динамічного розвитку фінансового ринку й економіки в цілому суб'єкти господарювання з метою залучення нових джерел фінансування та мінімізації ризиків, пов'язаних з їх діяльністю, вдаються до застосування у своїй практиці фінансових інновацій. Усе більшої уваги серед таких інновацій привертає процес сек'юритизації активів. Першими процес сек'юритизації активів у своїй практиці застосували вітчизняні банки, які мають вихід на міжнародні фінансові ринки. Проте на відміну від розвинених країн Заходу, де можна сек'юритизувати майже всі активи, які генерують прогнозовані надходження, в Україні цей процес недостатньо досліджений і не має законодавчого підґрунтя. Тому на шляху впровадження такої фінансової інновації в на-

ціональну практику постає ряд організаційних та юридичних перешкод. Оскільки сек'юритизація активів є новим явищем, то присвячені їй вітчизняні публікації зустрічаються рідко та стосуються, передусім, сек'юритизації банківських активів [2; 3; 6].

Постановка завдання. Зазначені публікації орієнтовані на дослідження процесу сек'юритизації активів у банківській сфері, що не дає чіткого розуміння застосування цього явища для інших суб'єктів фінансового ринку. Тому метою дослідження є систематизація західного досвіду сек'юритизації та оцінка можливості його застосування в діяльності недержавних пенсійних фондів.

Результати. Початок розвитку ринку сек'юритизації припав на 1970-ті роки в США. Першими з активів, які підлягали сек'юритизації, були іпотечні кредити, пізніше цей механізм поширився на споживчі, а з 1990-х років практично на всі види фінансових активів, що генерують майбутні грошові надходження.

Швейцарський дослідник Х.П. Бер розглядає поняття “сек'юритизація” у широкому та вузькому розумінні: у 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].

Механізм сек'юритизації реалізується таким чином: компанія-оригінатор у процесі здійснення своєї діяльності формує певні види активів шляхом видачі кредиту чи позики, поставки товарів, надання майна в операційну або фінансову оренду, вкладення коштів в облігації, акції інших підприємств чи розміщення їх на банківський депозит. У результаті такої діяльності в оригінатора з'являються активи – права вимоги до третіх осіб (боржників). Оригінаторами можуть бути банки й інші кредитно-фінансові установи, компанії, органи державної та комунальної влади.

На практиці виділяють два види сек'юритизації активів залежно від того, чи залишаються сек'юритизовані активи на балансі компанії-оригінатора, чи ні. 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.

Цей спеціальний фінансовий посередник, який переважно спеціалізується на юрисдикції, де не існує фінансових обмежень, має мінімальний власний капітал і фінансує купівлю активів шляхом емісії цінних паперів. Завдяки створенню SPV і передачі йому оригінатором фінансових активів, останні здобувають юридичну самостійність, не потрапляють більше у сферу повноважень оригінатора й тим самим звільняються від усіх ризиків, пов'язаних з його діяльністю. Таким чином, інвестор, приймаючи інвестиційне рішення щодо доцільності вкладання коштів, 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. При проведенні синтетичної сек'юритизації активи залишаються на балансі компанії-оригінатора, але відбувається передача ризиків інвесторам за допомогою специфічних сек'юритизаційних цінних паперів. Оскільки при синтетичній сек'юритизації активи залишаються на балансі компанії-оригінатора, то зникає необхідність створення спеціалізованої компанії, що значно зменшує витрати, пов'язані з проведенням сек'юритизації.

Сферою, де достатньо обґрунтовано можливість застосування як класичного виду сек'юритизації, так і синтетичного, є банківський сектор, причому процес здійснення синтетичної сек'юритизації активів банків є певним чином законодавчо обґрунтованим (Закон України "Про іпотечні облигації"). Проте щодо інших фінансово-кредитних установ, наприклад недержавних пенсійних фондів (НПФ), то виникає ряд законодавчих обмежень. Згідно зі статтею 49 ЗУ "Про недержавне пенсійне забезпечення", недержавним пенсійним фондам забороняється емітувати боргові та похідні цінні папери, а також формувати пенсійні активи за рахунок позикових (кредитних) коштів. Це положення виключає можливість застосування синтетичного типу сек'юритизації. Необхідно з'ясувати, чи взагалі НПФ мають активи, які можуть підлягати сек'юритизації.

Теоретично сек'юритизації підлягають усі активи, що здатні генерувати грошові надходження й платежі, за якими надходять регулярно. У процесі дослідження механізмів сек'юритизації Х.П. Бером були розроблені критерії придатності активів до сек'юритизації, які він поділив на обов'язкові та бажані. До обов'язкових критеріїв придатності активів він відніс ознаки, без яких реалізація сек'юритизації активів неможлива з урахуванням діючого правового регулювання чи існуючих технічних перешкод; до бажаних критеріїв – ознаки, які хоч і не перешкоджають здійсненню сек'юритизації, проте значно ускладнюють її проведення та підвищують вартість фінансування (рис. 1).

Якщо застосувати методику Х.П. Бера до активів, у які може інвестувати НПФ, то отримаємо такі результати. Відповідно до ЗУ "Про недержавне пенсійне забезпечення" активи НПФ можуть складати:

- активи в грошових коштах;
- активи в цінних паперах, а саме:
 - цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано КМУ, Радою Міністрів АР Крим, місцевими радами відповідно до законодавства;
 - акцій та облигацій українських емітентів, що відповідно до норм законодавства пройшли лістинг і перебувають в обігу на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі, зареєстрованих у встановленому законодавством порядку, обсяги торгів на яких становлять не менше 25 відсотків від загальних обсягів торгів на організаційно оформлених ринках цінних паперів України;
 - цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, при цьому встановлення вимог до рейтингу зовнішнього боргу й визначення рейтингових компаній здійснюються Державною комісією із цінних паперів і фондового ринку;
 - акцій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках і пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, або в торговельно-інформаційній системі НАСДАК (NASDAQ).

Таким чином, урахувавши критерії придатності та склад дозволених вітчизняним законодавством активів недержавних пенсійних фондів такими, що теоретично підлягають сек'юритизації, є всі види активів у цінних паперах.

Оскільки НПФ не має права формувати пенсійні активи за рахунок позикових коштів, то в процесі проведення класичної сек'юритизації передача диверсифікованого пулу активів до SPV має бути юридично оформлена як продаж. Крім того, варто зазначити, що чинними нормами законодавства встановлено, що НПФ є неприбутковою організацією, а доходи, отримані від інвестиційної діяльності, розподіляються між учасниками пропорційно до сум, які знаходяться на їх пенсійних рахунках, або направляються на формування пенсійних активів.

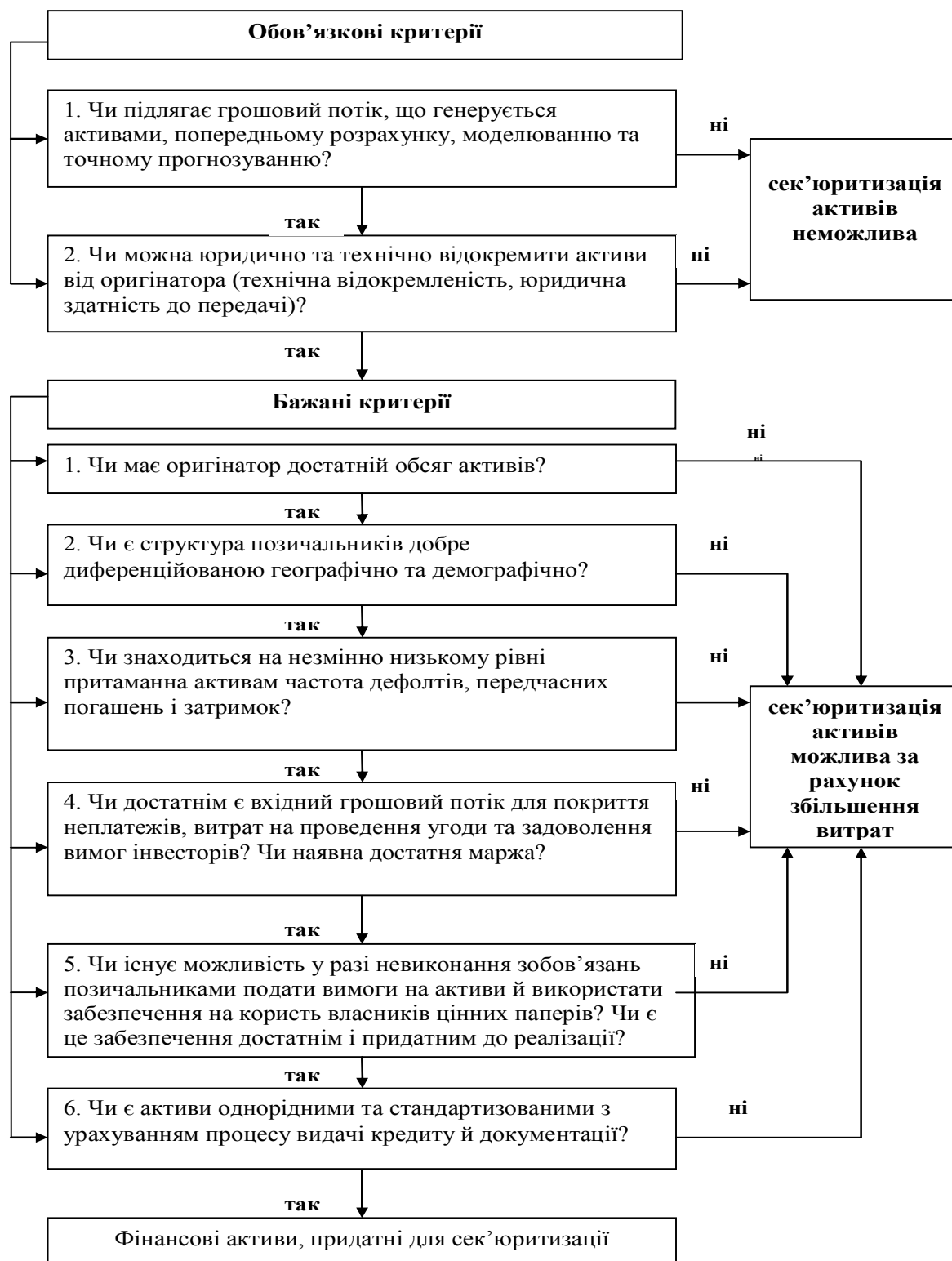


Рис. 1. Критерії придатності активів для сек'юритизації [1]

Отже, застосування механізму класичної сек'юритизації для недержавних пенсійних фондів дозволить:

- підтримувати на належному рівні ліквідність НПФ, особливо це стосується випадків, коли пенсійні виплати є не прогнозованими в часі (у випадку смерті учасника НПФ до досягнення ним пенсійного віку);
- уникнути ризиків і збитків, пов'язаних з інвестуванням активів у цінні папери;

- розширити обсяги інвестування в певні види активів шляхом постійної передачі їх до сек'юритизації, не порушуючи встановлених законодавством вимог щодо диверсифікації активів і підвищуючи рентабельність інвестицій.

Проте на шляху впровадження механізмів сек'юритизації в діяльність НПФ постає і ряд перепон. Проблемність здійснення сек'юритизації активів, у першу чергу, пов'язана з тим, що управління активами НПФ здійснює компанія з управління активами, тому ініціювати здійснення сек'юритизації активів має безпосередньо вона, хоч оригінатором у такому випадку буде виступати НПФ. Крім того, НПФ не має права здійснювати іншу діяльність, окрім недержавного пенсійного забезпечення, тому заснування SPV, якій передаються активи в ході класичної сек'юритизації, також має здійснюватися компанією з управління активами. Через те чинне законодавство необхідно доповнити нормами, які б узгодили взаємодію Ради НПФ і компанії з управління активами з приводу реалізації механізму класичної сек'юритизації.

Несприятливими умовами в ході класичної сек'юритизації виступають також податкові аспекти та законодавчі вимоги щодо функціонування SPV. Узагалі спеціального нормативно-правового документа, який би регулював діяльність таких специфічних суб'єктів фінансового ринку, як SPV, в Україні немає, тому його діяльність буде підлягати загальним вітчизняним вимогам щодо оподаткування та мінімального розміру капіталу. Унаслідок витрати, пов'язані із створенням і функціонуванням SPV, перевищать економічні вигоди, отримані від сек'юритизації активів, унаслідок чого її застосування буде неефективним і недоречним.

Проте варто враховувати, що діяльність SPV базується виключно на купівлі пулу однорідних активів і випуску облігацій, забезпечених даними активами. Відтак у діяльності SPV може реалізуватися лише ризик, пов'язаний з отриманими активами, що не потребує формування значних резервних та інших фондів, тому капітал такої фірми повинен бути мінімальним, але його має вистачити для купівлі пулу однорідних активів. Крім того, SPV створюється не з метою отримання прибутку, а лише як допоміжна ланка у відокремленні активів від оригінатора, тому й оподаткування такого суб'єкта господарювання має бути мінімальним або взагалі відсутнім. Варто звернути увагу й на спрощення процесу заснування та ліквідації SPV. Усі ці норми повинні бути передбачені в спеціальному законі, який би регулював механізми здійснення сек'юритизації в Україні.

Висновки. Динаміка розвитку й особливості вітчизняного фінансового ринку потребують аналізу світового досвіду у сфері використання новітніх фінансових технологій для покращення ліквідності, мінімізації ризиків, залучення ресурсів та інших цілей. На думку багатьох вітчизняних дослідників, найпопулярнішою серед таких фінансових інновацій сьогодення є сек'юритизація активів. В Україні, як і за кордоном, першими цей інструмент почали використовувати банківські установи, проте існують перспективи його застосування й іншими фінансовими установами, зокрема НПФ. Застосування сек'юритизації недержавними пенсійними фондами дозволить не лише позбутися проблемних активів і мінімізувати ризики, пов'язані з ними, але й розширити власну інвестиційну діяльність. Звичайно, на шляху впровадження сек'юритизації в діяльність недержавних пенсійних фондів постає ряд проблем: відсутність специфічної нормативно-правової бази та чіткої методології реалізації цієї процедури, законодавчі обмеження щодо діяльності й управління такими фондами та інші, ефективне вирішення яких вимагає проведення подальших досліджень.

1. Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бэр ; пер. с нем. Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов. – М. : Волтерс Клувер, 2006. – 586 с.

2. Бобиль В. Сек'юритизація банківських активів у контексті управління портфельним кредитним ризиком / В. Бобиль, М. Соловей // Вісник НБУ. – 2010. – № 1. – С. 22.
3. Васильченко З. М. Сек'юритизація активів у системі управління банківськими ризиками / Васильченко З. М., Криклій А. С., Ігнат'єва О.О. // Економіка та держава. – 2007. – № 11. – С. 14–16.
4. Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” № 1057-IV, від 09.07.2003 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/>.
5. Науменкова С. В. Функціонування недержавних пенсійних фондів на ринку фінансових послуг в Україні / С. В. Науменкова // Фінанси України. – 2010. – № 4. – С. 3–16.
6. Фурсова В. Теоретичні аспекти класифікації сек'юритизації активів / В. Фурсова // Вісник НБУ. – 2009. – № 11. – С. 56–59.

Рецензенти:

Петрук О.М. – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету;

Виговська Н.Г. – доктор економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету.

УДК 336.763.31

ББК 65.262.2

Олійник І.В.

**ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ
УКРАЇНИ В УМОВАХ ЗАГОСТРЕННЯ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ**

Чернівецький національний університет
імені Юрія Федьковича,
Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України,
кафедра фінансів і кредиту,
58012, м.Чернівці, вул. Коцюбинського, 2,
тел.: (0372) 52-71-94,
e-mail: clg-econ@chnu.edu.ua

Анотація. У статті розглянуто проблеми функціонування ринку корпоративних облігацій України в умовах загострення фінансової кризи, показано вплив негативних чинників на ринковий оборот корпоративних облігацій, проаналізовано причини їх виникнення та можливі шляхи усунення.

Ключові слова: ринок корпоративних облігацій, дефолт, оферта, фінансова криза.

Annotation. The problems of operation ukrainian corporate bond market in financial crisis sharpening conditions showed in the article. Influence of negative factors on corporate bond market turnover was investigated, causes of appearance and roads removal were examined.

Key words: corporate bond market, default, offer, financial crisis.

Вступ. Структурні зрушення, що виникли в економіці України в умовах загострення фінансової кризи – падіння реального ВВП, зростання темпів інфляції та безробіття, зниження кількості оборотних коштів і залучених інвестиційних проектів, невизначеність стосовно повернення депозитних вкладів, нестабільність валютного регулювання, зумовлюють сучасне функціонування вітчизняного ринку цінних паперів і, зокрема, ринку корпоративних облігацій, здатного подолати багато організаційних труднощів і забезпечити вирішення складних господарських і фінансових проблем. За останнє десятиліття до корпоративних облігацій в Україні почали звертатися дедалі частіше як до фінансового інструмента й альтернативного джерела залучення інвестиційно-кредитних ресурсів.

Проте використання зазначеного фінансового інструмента на сучасному етапі соціально-економічного розвитку ще не набуло достатнього поширення, про що свідчать