

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ ЯК ІННОВАЦІЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ (теоретичний аспект)

Анотація. Розглянуто теоретичні основи сек'юритизації фінансових активів, підходи до визначення цього поняття, зазначено види активів, які можна сек'юритизувати. Окремо розглянуто техніку сек'юритизації, сторони, які задіяні в цьому процесі, та умови, яких необхідно дотримуватися для успішного проведення процесу сек'юритизації.

Ключові слова: сек'юритизація, оригінатор, активи, інвестор, емітент, рейтинг, спеціально створена юридична особа.

Annotation. In this article the author investigates the theoretical foundations of financial assets securitization and approaches to the issue of providing definition of securitization. Also there are named kinds of assets which might be securitized. Additionally it is considered the techniques of securitization with participants of this process. The author proposes conditions which are necessary for successful realization of the process of securitization.

Key words: securitization, originator, asset, investor, issuer, rating, special purpose vehicle (SPV).

“Незважаючи на те, що про сек'юритизацію активів, яка, можливо, є однією з найважливіших інновацій на фінансових ринках із 70-х років ХХ ст., до цих пір написано не так багато, вона революційним чином змінила способи здійснення запозичень підприємствами та їх клієнтами. Сьогодні, наприклад, тільки в США сек'юритизується більше двох третин усіх кредитів на купівлю житла, суттєва частка автокредитів, надходжень за кредитними картками тощо. У цей процес залучаються все нові галузі та види активів” [6].

Вступ. Останнім часом сек'юритизація стає одним з основних джерел фінансування для компаній, фінансових установ, банків у всьому світі. Але сек'юритизація в Україні, незважаючи на переваги, використовується недостатньо. Тому дуже важливо своєчасно визначити можливості сек'юритизації фінансових активів в Україні, а також основні перепони на шляху розвитку цієї інноваційної форми фінансування.

У різних країнах світу механізм сек'юритизації фінансових активів продуктивно функціонує. Розвиток ринку сек'юритизації в США почався в 1970-і роки із сек'юритизації іпотечних кредитів, пізніше поширився на споживчі, а з 1990-их років практично на всі види фінансових активів, що генерують майбутні грошові надходження. У Західній Європі розвиток ринку сек'юритизації почався наприкінці 1980-х – початку 1990-х років. Ключовими видами фінансових активів, які були сек'юритизовані, були іпотечні й споживчі кредити.

Таким чином, механізми сек'юритизації фінансових активів розвиваються в умовах сформованого ринку іпотечних і споживчих кредитів.

Виділяють такі передумови актуальності схеми сек'юритизації фінансових активів в Україні:

- розвиток програм кредитування населення;
- динамічний розвиток ринку іпотечних кредитів;
- унаслідок низької капіталізації й вимог за фондами обов'язкового резервування українським комерційним банкам не вигідно тримати великі портфелі споживчих кредитів у себе на балансі;
- відсутність можливості у деяких банків, що не відповідають нормативним вимогам Національного банку України до іпотечних банків, випускати іпотечні облігації тощо.

Незважаючи на ряд очевидних переваг використання механізмів сек'юритизації фінансових активів, ця схема в Україні застосовується недостатньо.

Більшість дослідників проблем сек'юритизації вказують на недосконалість законодавства, яке має регулювати цей процес та захищати учасників ринку від можливих ризиків.

Постановка завдання. Об'єктом дослідження є процес сек'юритизації фінансових активів на прикладі іпотеки.

Метою дослідження є аналіз процесу сек'юритизації фінансових активів, визначення проблем та переваг сек'юритизації для її більш ефективного та широкого використання в Україні.

Результати. Сек'юритизація виникла в США в 1970-х роках. Причиною її виникнення став ряд факторів, а саме:

1. Переміщення міжнародних ощадних та інвестиційних потоків (заміщення індивідуальних заощаджень колективними формами; зміна структури міжнародного платіжного балансу; дефіцит платіжного балансу США за рахунком поточних операцій).

2. Міжнародні тенденції лібералізації та інтеграції (зняття законодавчих обмежень; усунення перепон міграції капіталу; зняття обмежень доступу на ринок; допуск нових фінансових інструментів; політика обходу банками обмежень).

3. Міжнародна боргова криза та її наслідки (дефолт традиційних банківських клієнтських груп; навантаження на банківські баланси та погіршення показників надійності; підвищення ризиків у банківському секторі та криза довіри; посилення конкуренції та зниження відсоткової маржі; підвищення вимог до власного капіталу і виникнення тенденції до збільшення прибутковості діяльності; пошук нових джерел доходів і фінансування).

4. Виникнення нових інформаційних і комунікаційних технологій (підвищення ринкової прозорості й ефективності фінансових посередників; тенденція інтеграції та зростання обсягів транскордонних угод; нові можливості для побудови фінансових стратегій; зниження комунікаційних затрат; цілодобова торгівля).

Оскільки сек'юритизація є досить новим явищем, доцільно розглянути її визначення.

Автор широковідомої монографії “Сек'юритизація активів”, швейцарський фахівець Х.П.Бер виділяє сек'юритизацію в широкому й у вузькому розумінні (власне сек'юритизація активів).

У широкому сенсі слово “сек'юритизація” розуміється, як “переміщення міжнародного фінансування з ринку кредитів на грошовий ринок і ринки капіталу; заміна кредитного фінансування схемами, заснованими на випуску цінних паперів; виключення банків зі схем фінансування; поняття запозичене з англійської мови (від найменування цінних паперів – Securities)” [1, с.27].

Сек'юритизація у вузькому розумінні, або сек'юритизація активів – це “інноваційна техніка фінансування; специфічна форма в рамках загальної тенденції до сек'юритизації; основна ідея: списання фінансових активів із балансу підприємства та їхнє рефінансування за допомогою випуску цінних паперів на міжнародному ринку й ринку капіталів”.

А.Селівановський вказує, що “сек'юритизація являє собою фінансування або рефінансування яких-небудь активів компанії, що приносять дохід, за допомогою “перетворення” таких активів у ліквідну форму через випуск облігацій або інших цінних паперів” [3, с.27–32].

Ю.Туктаров визначає сек'юритизацію з погляду права: “Сек'юритизація являє собою сукупність норм, які дозволяють ефективно рефінансувати договірні грошові вимоги за рахунок фондового ринку. Для власника грошових вимог завдання полягає в тому, щоб у результаті рефінансування належних йому грошових вимог одержати максимальну ціну. У цьому аспекті сек'юритизація конкурує з іншими способами

рефінансування, у тому числі з факторингом, позикою під заставу грошових вимог, забезпечувальною поступкою й іншими” [4, с.35–39]. Ю.Туктаров вважає, що сек’юритизація має інституціональний характер: “інститут сек’юритизації являє собою систему норм, які спрямовані на зниження правових та економічних ризиків, що виникають при рефінансуванні грошових вимог шляхом розміщення цінних паперів” [4, с.35–39].

Сек’юритизація є трансакцією, в якій особа, що володіє активами, які генерують дохід (боргові цінні папери, іпотечні та споживчі кредити, надходження від продажу, лізингові платежі та інші активи, за якими очікуються грошові надходження), продає їх третій стороні – покупцю, яким, як правило, виступає спеціально створена для проведення даної трансакції цільова компанія. Остання сплачує первинному власнику повну або зі встановленим дисконтом вартість активів безпосередньо в момент продажу, а первинний власник повністю відчужує на користь цільової компанії активи, які генерують дохід. Процес сек’юритизації зображений на схемі 1.

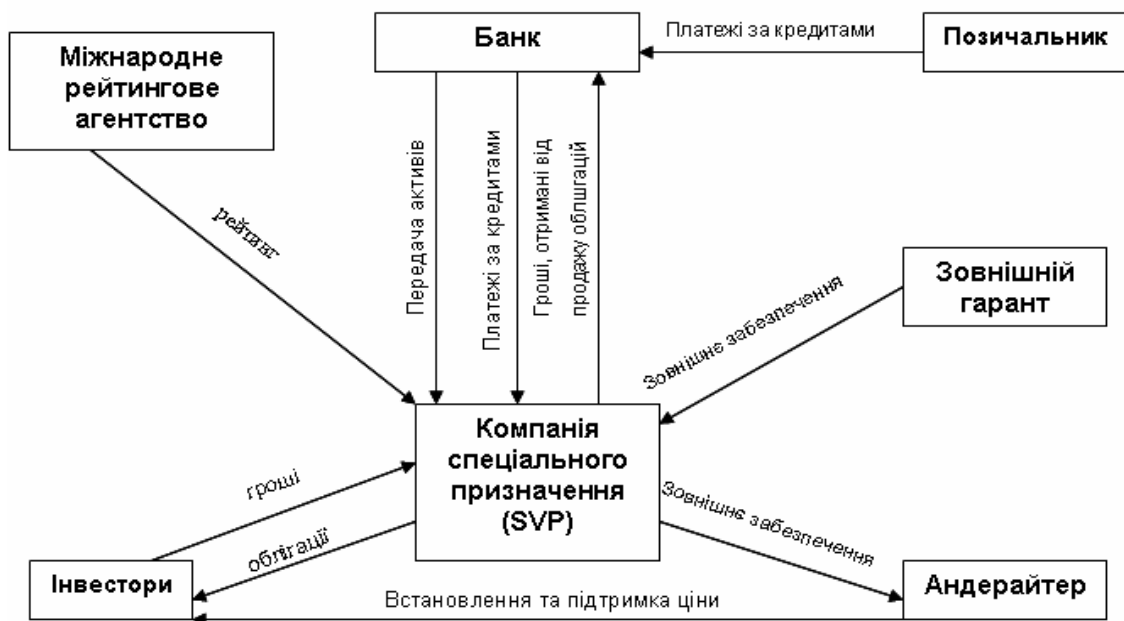


Схема 1. Процес сек’юритизації фінансових активів.

Цільова компанія фінансує придбані активи шляхом отримання банківських кредитів або шляхом випуску та розміщення боргових інструментів серед професійних інвесторів. При цьому активи надаються як забезпечення під час отримання позик. Надходження від придбаних активів цільова компанія використовує для сплати процентів та основної суми боргу за позиками, здійсненими для придбання активів. Первинний власник виступає агентом щодо збору надходжень за відчуженими активами від імені цільової компанії та отримує агентську винагороду, яка є різницею між отриманими надходженнями за активами та платежами за залученими кредитами, що дозволяє йому зберегти дохід за відчуженими активами.

Слід зазначити, що цільова компанія створюється з єдиною метою – здійснення сек’юритизації. Корпоративні права в такій структурі належать третім особам, які не пов’язані з первинним власником. З метою забезпечення достатності придбаних активів для відшкодування інвесторам залученого фінансування цільова компанія може використовувати різні форми кредитного покриття, які надаються як первинним власником, так і третіми особами. Кредитне покриття надається у формі гарантій, субординованих позик, резервних рахунків тощо. Запозичення цільової компанії отримують окремий кредитний рейтинг, який, за правилом, істотно кращий за кредитний рейтинг первинного власника.

Професор Стівен Шварц, автор відомого вислову про сек'юритизацію як про "алхімію", (коли із простого каменя – грошових вимог – одержують дорогоцінний – високоліквідні цінні папери), звертає увагу на те, що сек'юритизація є вигідною, оскільки дозволяє сформувати капітал саме за рахунок фондового ринку, вартість капіталу на якому завжди відносно нижча. Також він вказує на те, що передача грошових вимог спеціалізованої організації (SPV) дозволяє ізолювати такі вимоги від ризику банкрутства первісного кредитора, якому належали такі вимоги, що істотно підвищує їх цінність в очах інвесторів на ринку цінних паперів [7].

У цілому можна помітити, що "при здійсненні сек'юритизації використовується цілий ряд економічних механізмів, завдяки яким особа за рахунок приналежних їй прав вимог може одержати фінансування за відносно низькою ціною" [5, с.317]. Комплекс економічних механізмів сек'юритизації містить у собі: аллокацію (відокремлення пула), розпилення (пул складається з безлічі активів) і перерозподіл ризиків (структурування випусків паперів за старшинством), а також зниження інформаційних (рейтингові агентства, розкриття інформації) та агентських витрат (пасивність SPV) [5].

Таким чином, економічний ефект сек'юритизації полягає в тому, що первинний власник одержує фінансування від інвесторів, надаючи як забезпечення активи, які генерують дохід. При цьому він зберігає надходження від цих активів, однак переводить ризик несплати за активами до інвесторів. Первинний власник також покращує власну структуру балансу, виключаючи з нього зобов'язання третіх осіб перед ним, та власні зобов'язання за залученим фінансуванням під заставу зазначених активів.

Кількість сторін, які безпосередньо приймають участь у процесі сек'юритизації, а також різноманітність завдань, які вони вирішують, суттєво залежать від певних факторів, а саме: розміру та складності угоди, правових та адміністративних умов, характеристики пулу активів, ролі, яку може і хоче відігравати оригінатор у рамках угоди.

Сторони (підрозділи), які беруть участь у сек'юритизації, розділяють на:

- внутрішні (кредитний департамент для роботи з організаціями та приватними клієнтами, інформаційно-технологічний підрозділ, казначейство, служба нагляду, бухгалтерія, служба внутрішнього контролю, підрозділи, які займаються емісійними операціями на грошовому ринку та ринку капіталів, юридичний департамент, маркетингові та PR-служби, податковий департамент тощо);

- зовнішні (спецюрособа (SVP), інвестиційні банки як організатори емісії (провідні менеджери, андерайтери, платіжні агенти), інвестори, рейтингові агентства, сторони за угодами своп, сторони по договорах хеджування, зовнішні перевіряючі, компанія, яка управляє спецюрособою, податкові консультанти, юридичні фірми, резервна обслуговуюча компанія, наглядові та податкові органи тощо).

Сек'юритизувати можна такі активи, як: кредитний портфель (іпотечні, автомобільні, корпоративні, споживчі й навіть прострочені кредити), надходження за дебетними та кредитними картками, обороти з кореспондентських рахунків, клієнтські платежі, гривневі облігації, орендні, лізингові платежі, експортну виручку, інші реально прогнозовані, однорідні потоки грошових коштів.

Можна виділити декілька найбільш розповсюджених способів сек'юритизації. Насамперед це традиційні схеми з використанням довірчого управління сек'юритизованими активами, згідно з якими первинний власник відчужує на користь цільової компанії високоліквідні активи, а цільова компанія сплачує їх вартість безпосередньо в момент продажу. Іншим способом є позикові схеми з використанням цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами. Цей механізм сек'юритизації передбачає передачу активів цільовій компанії та випуск банком-кредитором боргових цінних паперів, завдяки чому відбувається фінансування цільової компанії з метою придбання активів первинного власника. На практиці також застосовуються синтетичні схеми сек'юритизації з використанням кредитних деривативів, свопів. У цих схемах первинний

власник активів не передає їх до цільової компанії. Замість цього на цільову компанію переводиться ризик за активами шляхом укладання кредитного свопу.

Використання механізмів сек'юритизації містить у собі ряд суттєвих переваг:

- сек'юритизація дозволяє залучати більш дешеві кредитні ресурси завдяки високому забезпеченню позики сек'юритизованими активами, при цьому первинний власник зберігає можливість використання доходу від сек'юритизованих активів;

- сек'юритизація є високозабезпеченою фінансовою технологією, яка дозволяє запобігти всім можливим відмовам щодо надання забезпечення третім особам під час залучення фінансування;

- зменшується навантаження на власний капітал;

- підвищується ліквідність активів;

- спрощується структура балансу за рахунок скорочення кількості боржників.

Передача цільовій компанії частини активів дозволяє покращити фінансові показники первинного власника, а саме: зворотність капіталу, відношення зобов'язань до власного капіталу та ін. Крім того, завдяки сек'юритизації первинний власник, зберігаючи надходження від переданих активів, передає ризик невиконання зобов'язань за сек'юритизованими активами цільовій компанії та інвесторам.

Обов'язковою вимогою будь-якої сек'юритизації є оптимальне оподаткування, яке дозволяє не здійснювати податкових виплат під час відчуження сек'юритизованих активів. Як правило, основна увага має бути приділена податку на прибуток, податку на додану вартість та можливим державним митам. У разі, якщо угоди щодо відчуження активів підлягатимуть обкладанню податками, сек'юритизація втрачає свій сенс і її використання стає недоцільним.

Під час сек'юритизації мають враховуватися вимоги фінансового законодавства до здійснення факторингових операцій, провадження іншої професійної фінансової діяльності, а також особливості відповідної нормативно-правової бази. Одним із можливих негативних факторів сек'юритизації банківських активів може бути відсутність тривалої кредитної історії, існування історії невиконання зобов'язань за активами тощо. Під час застосування механізмів сек'юритизації важливо враховувати необхідність дотримання вимог валютного законодавства, зокрема у частині здійснення інвестицій, залежно від обраної схеми сек'юритизації.

У цілому для застосування механізмів сек'юритизації необхідно як мінімум додержання таких умов:

- активи повинні передаватися у кількості, достатній для залучення фінансування, що спрямовується на виплату їхньої вартості;

- активи можуть відчужуватись на користь третьої особи без згоди боржника та використання обтяжливих формальностей;

- сек'юритизація має характеризуватися як реальна угода купівлі-продажу;

- схема оподаткування повинна дозволяти здійснювати передачу активів без додаткової сплати податків та зборів;

- не повинно існувати інших обмежень, які перешкоджають або значно обмежують та здорожують схему сек'юритизації.

Висновки. Виходячи з вищесказаного, можна зробити висновок, що сек'юритизація активів являє собою інноваційну форму фінансування, засновану на списанні фінансових активів з балансу підприємства і їхньому рефінансуванні за допомогою випуску цінних паперів на міжнародному ринку й ринку капіталів. Сек'юритизація успішно конкурує з іншими способами рефінансування, у тому числі, з факторингом, позикою під заставу грошових вимог й іншими. Механізми сек'юритизації фінансових активів відрізняються комплексним характером. Світовий досвід показує, що поширення використання механізмів сек'юритизації відбувається в умовах сформованого ринку іпотечних і споживчих кредитів. Саме розвиток іпотечного та споживчого ринку кредитування в Україні спричинив потребу в сек'юритизації фінансових активів.

У майбутньому очікується значне поширення процесу сек'юритизації в Україні, оскільки все більше інститутів фінансового ринку вбачають вигоди від сек'юритизації фінансових активів для своєї діяльності. Але в Україні досить мало науковців займаються цим актуальним питанням, яке є не досконало вивченим і дуже перспективним, особливо в умовах економіки нашої країни.

1. Бер Х.П. Сек'юритизація активів. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.
2. Девідсон Е., Сандерс Е., Вольф Л.-Л., Чинг А. Сек'юритизація іпотеки. – М.: Вершина, 2007. – 592 с.
3. Селивановский А. Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. – 2005. – №8. – С.27–32.
4. Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №16. – С.35–39.
5. Туктаров Ю. Секьюритизация и законодательство // Ипотека в России (“Русьипотека” [//www.rusipoteka.ru](http://www.rusipoteka.ru)), март 2006. – 317 с.
6. Kendall L., Fishman M. A Primer on Securitization. 1996.
7. Schwarcz S.L. The Alchemy of Asset Securitization, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin. 133. 1994.