



УКРАЇНСЬКІЙ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ БУТИ ЧИ НЕ БУТИ?

Сумна статистика залучення зовнішніх інвестицій в Україну останніми роками далеко не в першу чергу пояснюється воєнними діями на сході країни чи несприятливою економічною кон'юнктурою. Існує ціла низка інших ризиків, через існування яких інвестиції в Україну розглядаються як неприйнятні, й пов'язані вони саме з незахищеністю інвесторів.

Чи є такі фінансові інструменти, які в змозі забезпечити інвесторів від нечесного поводження з їхніми грошима з боку позичальників? Яким чином можна спрямувати грошові потоки від проінвестованих активів та об'єктів напряму інвесторам, минаючи скомпрометовані українські банки та корпорації? Як саме можна забезпечити активи від рейдерського захоплення та привласнення готівки, яку вони генерують?

Професійні інвестори давно навчилися управляти ринковими ризиками, такими як цінові, відсоткові, курсові, ліквідності, кредитний тощо. Використовуючи статистику, технічний аналіз, різноманітні поведінкові ринкові моделі, вони в змозі обирати ринки та інструменти інвестування, згідно зі своїм "апетитом" до ризиків.

Таким чином, нейтралізація саме неринкових ризиків є головним завданням для українського парламенту, уряду та інших держінституцій – НБУ, НКЦПФР.

У бізнесі та юриспруденції широко вживаним є принцип "двох осіб" (*vier-augeprinzip, two-man rule*), або "чотирьох очей" (*four eyes principle*), за яким рішення може прийматися за згодою двох або більше незалежних одна від одної осіб. Такий підхід запобігає корупції, фінансовим зловживанням, нецільовому витрачання коштів і використанню службового становища в особистих цілях. А чи можливо застосувати цей принцип "чотирьох очей" у відносинах між особою-оригіном, яка залучає кошти з ринку цінних паперів, і його кредиторами? На ринку, де кредиторами-інвесторами виступає широке коло не визначених заздалегідь осіб – власників цінних паперів?

Так, – за застосування передових фінансових технологій і фондових інструментів, відомих у світі як сек'юритизація (*security* – безпека).

Сек'юритизація – спосіб залучення інвестицій шляхом розміщення цінних паперів, що погашаються майбутніми грошовими надходженнями від активів, права на які відступаються і слугують джерелом майбутніх розрахунків з інвесторами – власниками цінних паперів.

Унаслідок сек'юритизації ланцюжок розрахунків від початку інвестування до погашення боргу позбавлений найслабшої ланки – українського оригінатора – особи, яка залучає інвестиційні кошти і саме до якої й немає довіри з боку інвесторів. Вона позбавляється впливу не тільки на активи, а й на грошовий потік, який вони згенерують у майбутньому. Такий спосіб залучення може зацікавити найпотужніших інвесторів, які, маючи довгострокові ресурси, не хочуть (не можуть) ризикувати. Більше того, без застосування механізму сек'юритизації не можна починати структурні реформи у сфері пенсійного забезпечення – дуже великі ризики крадіжки та шахрайського знецінення довгострокових накопичень.

Брак довіри з боку інвесторів можна компенсувати зменшенням впливу суб'єктивних факторів, заміщуючи їх сучасним фінансовим механізмом сек'юритизації, який будується на захисті джерел для розрахунків та якісному розподілі функцій і повноважень між професійними учасниками процесу. Тобто повернення інвестицій не залежатиме від поведінки та нечесного поводження місцевих контрагентів.

По-перше, активи мають бути відокремлені від іншого майна особи-оригінатора, яка залучає кошти. Така особа має бути позбавлена можливостей втручатися або перешкоджати грошовим потокам у бік інвесторів. Це досягається створенням спеціальної компанії SPV (*special purpose vehicle* – компанія спеціального призначення)

у формі непідприємницького товариства, на яке переводиться право володіння активами. Інвестиції здійснюються шляхом придбання випуску цінних паперів SPV, які забезпечені цими активами. По суті, таке SPV виконує функцію засобу відокремлення активів, тобто є окремим балансом, на якому будуть обліковуватися відступлені активи та зобов'язання перед інвесторами після того, коли за відступлення активів оригінатор отримує інвестиційні кошти. Організаційно-правова форма створення спеціальної компанії-емітента (SPV) не є надто важливою (в різних юрисдикціях – фонди, товариства тощо), тому що вона не є юридичною особою в традиційному розумінні, – створюється під окремий випуск і припиняється відразу після закінчення обігу цінних паперів, а її єдина функція – балансоутримувача активів. Зрозуміло, що на ці активи не може претендувати ніхто, крім власників ЦП, а саму компанію не можна банкрутувати. Життєдіяльність SPV (організація емісії, облік активів, збір платежів, подання фінансової звітності тощо) забезпечується за комісійну винагороду не пов'язаними між собою юридичними особами (на кшталт бухгалтерського та юридичного аутсорсингу), деякі з них мають бути спеціалізованими – банки ескроу-агенти та фінансові компанії-трасти.

По-друге, усі кошти від активів надходять на рахунок-ескроу, що відкривається в обслуговуючій установі (банку, який виключно надає платні послуги збору платежів від активів). Ці кошти можуть списуватися лише за їх цільовим призначенням – на користь інвесторів – володарів цінних паперів. Цей механізм забезпечує спеціалізована фінансова компанія-розпорядник, яка надає комісійні послуги, включаючи організацію випуску цінних паперів, складання звітності та ведення обліку тощо. Сек'юритизовані активи законодавчо захищені від конфіскації та арешту. Після погашення цінних паперів і розрахунків існування SPV припиняється.

По-третє, управління активами в інтересах інвесторів за винагороду здійснює передбачена умовами випуску професійна юридична особа – управитель, який не пов'язаний із розпорядником. У такий спосіб забезпечується чіткий поділ повноважень між не пов'язаними між собою особами функцій управління активами та (окремо) грошовими потоками, в чому, власне, і полягає принцип "чотирьох очей" задля збереження коштів та забезпечення активів.

По-четверте, права та повноваження професійних учасників сек'юритизації – розпорядника, управителя, обслуговуючої установи (резервної обслуговуючої установи) та аудитора (який підтверджує на відповідність їхніх дій) вичерпним чином встановлюються законом та умовами сек'юритизації. Їх порушення є кримінальним злочином.

По-п'яте, інвестори можуть обирати ступінь свого ризику, а відповідно до нього розраховується і доходність за обраними певними траншами (серіями) цінних паперів, які формуються за ймовірністю надходження коштів. Такий розподіл випуску досягається структуруванням грошового потоку за ризиками на підставі професійного висновку-прогнозу рейтингової агенції. Прогнозування здійснюється на основі статистики щодо сек'юритизаційного пулу активів та інших даних за публічною, затвердженою регулятором, методикою. Результат прогнозу майбутніх грошових надходжень лягає в основу рейтингу окремих субординованих серій: вищого – за старшою серією (в обсягах найбільш імовірних надходжень), дещо нижчого – за підпорядкованою серією (за якими для підвищення рейтингу можуть залучатися додаткові гарантії) та молодшою серією (в сумі прогнозованої втрати), яка залишається (за результатами первинного розміщення) в оригінатора і не матиме ринкового обігу.

У разі ухвалення відповідного законодавства, яке поширить сек'юритизацію на неіпотечні активи (сек'юритизацію іпотеки вже врегульовано Законом "Про іпотечні облігації"), розвиток економіки може значно поживавити приплив інвестицій у певні галузі та проекти. Практичні аспекти застосування сек'юритизації можуть посприяти



інвестиціям, зокрема у фінансування інфраструктури. Стимулювання залучення інвестицій у довгострокові проекти з розвитку транспортної, енергетичної, житлово-комунальної та соціальної інфраструктури може бути реалізоване у вигляді запуску в обіг інфраструктурних облігацій, за якими виконання зобов'язань забезпечується власне активами, що створюються на залучені кошти, а потім генерують плату за користування, абонплату, збори тощо.

Якщо інвесторам надати упевненості у справедливому розподілі майбутньої плати (зборів) за користування, – наприклад платним автошляхом – і запевнити їх у збереженні її рівня на довгостроковий термін, тоді стає можливим залучити кошти для будівництва цієї дороги в рамках державно-приватного партнерства. Таке залучення відбувається шляхом розміщення одного з видів сек'юритизаційних цінних паперів – інфраструктурних облігацій. Тоді відпадає необхідність залучати державні гарантії та надавати у заставу державне та муніципальне майно – джерелом розрахунку з кредиторами стане частина від надходжень у вигляді плати від водіїв, за винятком експлуатаційних та інших, необхідних для функціонування автошляху витрат. Якщо рівень оплати прив'язано до певних ринкових індикаторів (наприклад індексів споживчих цін), тоді можна залучати через цей механізм кошти на тривалі терміни у 10–20 років. Цікаво, що більшу частину таких паперів викуповують саме управителі накопичувальних пенсійних фондів, для яких головним є низькі ризики та впевненість у захисті від знецінення активів.

Детоксикація банків. Завдяки сек'юритизації проблемних активів (NPL) банки не тільки позбавляються проблемної заборгованості (замішуючи її на облігації), а й отримують можливості для ефективного контролю за всіма процесами стягнення боргу (продовжуючи їх сервісне обслуговування). При цьому банк повністю позбавляється тривалих обтяжливих процедур, що передують списанню безнадійних до погашення активів з балансу. Банк-оригінація отримує можливість повернути частину грошей у разі продажу з дисконтом старших серій субординованих облігацій інвесторам, обсяг яких розраховується в сумі найімовірнішого надходження від активів. Звільнення банків від проблемних активів є передумовою відновлення банківського кредитування.

Застосування сек'юритизації грошових вимог сприятиме масштабній організації фінансування реального сектора економіки, зокрема, будівництва житла, місцевої промисловості, енергозбереження тощо. Крім того, вона в змозі забезпечити від розкрадання та знецінення пенсійні заощадження після здійснення пенсійної реформи.

В Україні вже є достатній досвід сек'юритизації – напрацьована певна законодавча та нормативна база стосовно сек'юритизації іпотеки. З ухваленням Закону "Про іпотечні облігації" у 2005 р. було здійснено та погашено кілька випусків, зокрема Агентство по рефінансуванню житлових кредитів (АРЖК) уже здійснило два успішні випуски цінних паперів з іпотечним забезпеченням в обсязі 500 млн грн, які було вчасно погашено. АРЖК володіє цінним практичним досвідом випуску та супроводження облігацій з покриттям, має підготовлений фаховий персонал та інформаційні технології, що оптимізують формування та облік забезпечувальних пулів з великої кількості активів із дотриманням вимог щодо захисту інформації, що є функціями довіреної особи-розпорядника. Такий досвід стане в нагоді для поширення сек'юритизації на неіпотечні активи – споживчі кредити та малому бізнесу, лізингові угоди, однорідну дебіторську заборгованість і грошові вимоги (абонплата, комунальні платежі, інші збори) тощо. Це стає можливим з ухваленням законопроекту № 2784 "Про облігації, забезпечені відокремленими активами".

Країни, де діють сек'юритизаційне законодавство та вторинний обіг банківських кредитів на ринку цінних паперів, мають динамічно зростаючу статистику припливу інвестицій у різних галузях. Центральні банки використовують сек'юритизацію іпо-



теки та кредитів реальному сектору як стимул для економічного зростання, скуповуючи сек'юритизаційні цінні папери в рамках різноманітних програм на кшталт програми ЄЦБ з "кількісного пом'якшення". У РФ навіть запровадили "фабрику ІЦБ" (іпотечних цінних паперів) – універсальну SPV для сек'юритизації іпотечних кредитів, завдяки якій російські державні банки легко обходять запроваджені проти них санкції щодо доступу до довгострокових запозичень на міжнародному ринку. Понад те, сек'юритизація іпотеки дала уряду РФ змогу заощадити бюджетні кошти та відмовитися від колишньої практики державного субсидування ставок за іпотекою. Завдяки принциповому зменшенню вартості залучення довгострокових кредитних ресурсів з міжнародного ринку цінних паперів ринкові ставки за іпотечними кредитами російських державних і комерційних банків впали до 10% річних.

Таку само технологію циклічного рефінансування іпотеки через сек'юритизацію в Україні було започатковано зі створенням АРЖК (прототип російської іпотечної інституції) більш як п'ять років тому, але проект так і не було завершено. Випуски іпотечних облігацій АРЖК було призупинено. АРЖК пропонують перетворити на компанію з управління поганими кредитами, що накопичились у державних банках. Згідно із задумом урядовців ця компанія повинна викупити погані корпоративні кредити та врегулювати проблемну заборгованість, з якою не впоралися банки. Стало нормою вирішення всіх проблем за державний кошт, замість залучення приватних інвестицій.

Сьогодні Україна не може залучити інвесторів жодним із використовуваних фінансових інструментів: банківськими депозитами, корпоративними (не забезпеченими) облігаціями, сертифікатами ПФ (часто-густо схемними), акціями підприємств тощо. Натомість колись заплановані на 2016 р запуски сек'юритизації кредитів і випуски інфраструктурних облігацій у дивний спосіб зникли з нещодавно оновленої "Комплексної програми розвитку фінансового сектора України до 2020 р.". Зрозуміло, що ОВДП і депозитні сертифікати НБУ не є ринковими інструментами в розумінні інвестицій у реальний сектор.

У глобальному масштабі сек'юритизація активів стала важливим джерелом ліквідності також і для корпорацій. Починаючи з кінця минулого століття скарбники великих корпорацій, особливо компаній – постачальників послуг на кшталт теплокомуненерго, використовують особливий метод фінансування, який є цікавою альтернативою банківським кредитам і залученню капітальних інвестицій. Останнім часом цей підхід уже став доступним і для компаній середнього і навіть не інвестиційного класу. Тільки в США випуск забезпечених активами цінних паперів (ЦП) перевищує 4 трлн дол. Це також популярний метод фінансування в Європі, де щорічна емісія забезпечених активами ЦП перевищує 240 млрд євро. В Україні відсутність такої можливості для українських підприємств (унаслідок недалекоглядності депутатів, уряду та фінансових регуляторів) уже виливається в гострі системні проблеми, зокрема, у неможливість для державних і великих комерційних корпорацій своєчасно розраховуватися за банківськими кредитами. А про альтернативне боргове фінансування та залучення інвестицій годі навіть і думати...

Завдяки сек'юритизації дебіторська заборгованість численних споживачів послуг (за комунальними послугами, тепло-, водопостачання, абонплатою, за лізинговими угодами, кредитними картками, споживчими позиками тощо) перетворюється на зручний інструмент розрахунків – цінні папери. Така надзвичайна трансформація дає змогу компаніям вчасно розраховуватися з їх власними кредиторами, навіть більше – дозволяє залучати необхідні кошти на ринках капіталу. Цей ефект досягається завдяки особливостям фінансових активів, які можна уявити як майбутній грошовий потік від численних платників, тобто ці активи рано чи пізно перетворяться на певну суму коштів. Якою саме буде ця сума, залежить від якості заборгованості, що можливо встановити,



базуючись на ретроспективній статистиці розрахунків у минулому, і зробити це доволі точно, навіть зазначивши, в які терміни і скільки коштів надходитиме, скільки коштів буде поступово стягнуто примусово, а скільки буде безнадійно втрачено (для цього є багато відпрацьованих математичних методик і комп'ютерних програм).

Завдяки сек'юритизації "дебіторки" увесь майбутній грошовий потік від споживачів спрямовується на користь власників ЦП, забезпеченням за якими є власне сама дебіторська заборгованість, яку корпорації заздалегідь продають спеціально створеній юридичній особі – емітенту таких паперів. Тобто корпорації отримують усі кошти від продажу цінних паперів за ринковою ціною (з дисконтом до балансової вартості активів) в обмін на відмову від свого права на отримання усіх майбутніх платежів від споживачів. Натомість вони можуть продовжувати функцію збору платежів, але вже за комісійну винагороду.

Зрозуміло, що всі кошти надходитимуть уже не на поточні рахунки корпорацій, а на особливі рахунки-ескроу, відкриті банками-агентами. Кошти за дорученнями спеціалізованих фінансових посередників (трастів) періодично розподілятимуться за цільовим призначенням: власникам ЦП, комісійні за збір платежів і надання інших сервісів. Також зрозуміло, що не всі цінні папери буде погашено, – це стосується неплатежів з боку споживачів. Для справедливого розподілу майбутньої готівки та ризиків втрати випуск паперів структурується за пріоритетами в розрахунках на окремі транші (серії): старші серії – в обов'язку очікуваної готівки та молодші серії – в обов'язку прогнозованих невчасних і сумнівних до погашення боргів, за якими доходність буде дещо вищою, відповідно до ризиків. Окремі серії сек'юритизаційних ЦП можуть додатково забезпечуватися гарантіями та іншими способами мінімізації інвестиційних ризиків.

Часто-густо сек'юритизацію помилково вважають певною формою боргового за позичення, і це не дивно, тому що між цими обома формами фінансування існують численні подібності. Ключові подібності між облігаційними запозиченнями та сек'юритизацією включають таке.

По-перше, корпоративні програми боргових облігаційних запозичень і сек'юритизації в кінцевому підсумку реалізуються через залучення коштів на ринках капіталу шляхом випуску боргових ЦП. Але у разі сек'юритизації номінальним боржником виступає SPV, яка уособлює відчужену дебіторську заборгованість (інших активів у неї немає), тобто ризик емітента є нульовим, залишаються тільки ризики, що пов'язані з активами. Натомість при облігаційних запозиченнях ризик фінансового стану (банкрутства) корпоративного емітента є ключовим.

По-друге, вартість облігаційних запозичень, як і при сек'юритизації (фіксована/змінювана ставка купона або дисконт), розраховується на базі ринкових індикаторів.

По-третє, сек'юритизація, як і боргові облігаційні запозичення, не змінює співвідношення часток і паїв для акціонерів і засновників компаній.

По-четверте, програми сек'юритизації здійснюються тими самими професійними учасниками ринку капіталів, які організують й інші форми боргового фінансування, а саме – комерційні та інвестиційні банки, спеціалізовані фінансові компанії, рейтингові агенції тощо.

По-п'яте, обсяги фінансування, що доступні за обома програмами – сек'юритизації та боргових облігаційних запозичень, ґрунтуються на певному обсязі обігових активів, який обмежується негативними очікуваннями щодо ризиків зменшення надходжень та інших негативних факторів.

Проте визначення сек'юритизації просто як окремого виду боргового фінансування не є доречним, оскільки між ними існують істотні відмінності з огляду на те, що сек'юритизація тягне за собою справжній продаж активів продавцем (корпорацією)



покупцю (SPV), а це має численні наслідки, несумісні з визначенням сек'юритизації як звичайного боргу:

– по-перше: сек'юритизовані активи видаляються з балансу компанії-продавця. Це не просто бухгалтерський трюк, щоб приховати активи, а істинне відображення того факту в обліку та фінансовій звітності, що ці активи дійсно були продані й більше не належать компанії-продавцю. З моменту продажу компанія більше не володітиме юридичними правами на активи разом з усіма видами супутнього забезпечення;

– по-друге: у випадку боргового запозичення компанія повинна вчасно погасити борг незалежно від стану розрахунків зі споживачами та контрагентами, а сума, яку вона має сплатити, не залежить від фактичних грошових надходжень за дебіторською заборгованістю. Натомість при сек'юритизації емітент (SPV) не несе відповідальності за погашення боргу перед власниками певних серій цінних паперів понад обсяги фактично зібраних платежів, грошових резервів або гарантій (за наявності);

– по-третє: на відміну від боргових запозичень, обіг сек'юритизаційних ЦП не припиняється внаслідок дефолту або банкрутства емітента (SPV). Хоча й існують об'єктивні обставини, через які погашення цінних паперів може затримуватися, зокрема, внаслідок зменшення рівня зборів готівки за сек'юритизованою дебіторською заборгованістю, але у будь-якому разі це не є актом банкрутства або дефолту. Натомість у разі банкрутства емітента при облігаційних запозиченнях власники облігацій опиняються наприкінці ланцюжка кредиторів. Окрім того, при боргових запозиченнях грошовий потік перетікає з рахунку на рахунок кількох суб'єктів, кожний з яких збільшує ризики (дистриб'ютори, компанії, обслуговуючі банки тощо). У разі сек'юритизації кошти зараховуються та накопичуються для розрахунків на спеціальних рахунках-ескроу, які відкриває банк ескроу-агент. Ці кошти не включаються до ліквідативної маси і мають виключно цільове призначення;

– по-четверте: на відміну від традиційних форм запозичень, наприклад банківських кредитів, компанія не тільки диверсифікує джерела фінансування через сек'юритизацію, а й позбавляється своєї залежності від фінансового стану та раптово змінюваної політики своїх кредиторів.

Ці фундаментальні відмінності між сек'юритизацією та звичайним боргом можуть забезпечити значні переваги у фінансовій стратегії компанії, запустивши ефективні механізми управління ризиками, капіталом і ліквідністю.

Монетизуючи через сек'юритизацію значущі балансові активи, компанії отримують можливість не тільки реінвестувати кошти знову у свій бізнес, а й позбутися своїх інших "незручних" боргів перед банками, сплативши їх за рахунок надходжень від продажу цінних паперів або навіть самими цими паперами (за досягнення відповідної згоди з банками-кредиторами). Це значною мірою позбавляє компанії фінансових ризиків, що пов'язані з банківським фінансуванням, коли банк – за рішеннями кредитного комітету, або під впливом свого власного регуляторного середовища, або навіть унаслідок незначного порушення компанією кредитної угоди – може позбавити її фінансування, штучно створивши для неї кризу ліквідності.

В українських реаліях наявність в арсеналі банків і корпорацій такого інструменту, як сек'юритизація, може принципово поліпшити ліквідність ринку за рахунок прискорення розрахунків, сприяти залученню середньострокових некапітальних інвестицій, значно скоротити заборгованість перед кредиторами, зокрема борги державних монополій перед державними банками, що знизить їх потребу в додатковому капіталі та зменшить навантаження на державний бюджет України.

Волков С.С.

*голова правління Агентства по рефінансуванню житлових кредитів,
президент Української національної іпотечної асоціації*