

Н. Г. Рогальська, О. Ф. Рогальський

Херсонський національний технічний університет

СЕКЬЮРИТИЗАЦІЯ АКТИВІВ ЯК ІНСТРУМЕНТ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

У статті проаналізовано сутність поняття “секьюритизація” та зроблено висновки відносно перспектив використання цього інструменту на вітчизняному ринку проектного фінансування в контексті глобалізації світових фінансових ринків.

Ключові слова: секьюритизація, проектне фінансування, інвестиційне кредитування, світові фінансові ринки, глобалізація.

В контексті високих темпів інноваційного розвитку сучасної економіки, постійної модернізації фінансово-кредитних процесів і глобалізації світових ринків капіталу учасники операцій проектного фінансування та інвестиційного кредитування надзвичайно зацікавлені в одержанні порівняно “дешевого” фінансування, диверсифікації його джерел, перерозподілі ризиків та збільшенні власної ліквідності. Надійним механізмом досягнення цієї мети може виступати секьюритизація активів [1].

Останнім часом ринок секьюритизації розвивається стрімкими темпами: у США його обсяг вже перевищує 3 трлн доларів. В європейських країнах він ще не досяг подібних масштабів, але компанії все частіше застосовують дану техніку [2].

Операції секьюритизації в першу чергу цікаві для комерційних банків, які мають значні портфелі однорідних кредитів, лізингових компаній, фондів нерухомості, компаній-девелоперів та інших учасників ринку проектного фінансування.

Серед останніх наукових публікацій з даної тематики варто виділити роботу Аллеса Лакшмана [3], присвячену можливості імплементації механізмів секьюритизації в країнах з економікою, що розвивається. У статті Лакшмана проаналізовано правові, регулятивні, податкові, бухгалтерські аспекти цього процесу. Автор наголошує на тому, що звичайно відповідальність за створення умов для секьюритизації лежить на різних інституціях, внаслідок чого важливою є наявність достатнього діалогу й координації між ними.

До питань секьюритизації звертаються у своїх творах Гарі Гортон та Ніколас Соулелес [4], які дійшли висновку, що даний механізм використовується компаніями таким чином, щоб уникнути банкрутства. Справа в тому, що у випадку секьюритизації фірма за окремий актив може залучити ресурси на вигідніших умовах у порівнянні з тим, на що вона б могла розраховувати при балансовому фінансуванні. Робота Гортон-Соулелеса є цікавою тим, що автори використовують у своєму аналізі положення теорії ігор, зокрема, ідеї гри, що повторюється.

У статті Юлії Дворак [5] проаналізовано тенденції розповсюдження секьюритизації за межами США. Дослідження, в основному, присвячено виявленню ключових економічних та юридичних аспектів, від яких залежить якість угоди.

Серед вітчизняних публікацій варто відмітити роботи Н. Богути [6] та О. Дорофєєвої [7]. Перша присвячена оцінці перспектив використання секьюритизації на ринку іпотечного кредитування; друга — на ринку лізингових операцій. Разом з тим слід зауважити, що в цілому питання, пов'язані з імплементацією секьюритизаційних механізмів в Україні, недостатньо повно висвітлені у вітчизняній науковій літературі.

Метою даної статті є узагальнення поняття “секьюритизація” та оцінка умов і перспектив використання цього інструменту на вітчизняному ринку проектного фінансування в контексті глобалізації світових фінансових ринків.

Аналізуючи потенціал імплементації секьюритизаційних механізмів в Україні, необхідно перш за все визначитись із тим, що саме потрібно розуміти під терміном “секьюритизація”.

Так, найбільший російськомовний онлайн-глосарій економічних і фінансових термінів Glossary. Ru дає таке визначення: секьюритизація — це заміна неринкових позик та/або потоків готівки на цінні папери, що вільно обертаються на ринках капіталів, яка передбачає використання грошових надходжень, передбачених умовою позики, в якості забезпечення при випуску боргових зобов'язань [8].

Вікіпедія трактує секьюритизацію як фінансовий термін, що означає одну з форм залучення фінансування шляхом випуску цінних паперів, забезпечених активами, що генерують стабільні грошові потоки (наприклад, портфель іпотечних кредитів, автокредитів, лізингові активи, комерційна нерухомість зі стабільним рентним доходом тощо) [9]. У цій статті зауважено, що останнім часом під секьюритизацією у вузькому сенсі почали розуміти інноваційну форму фінансування, за якої фінансові активи списуються з балансу підприємства, відокремлюються від решти майна й передаються спеціально створеному фінансовому посередникові, а згодом рефінансуються на грошовому ринку або ринку капіталів.

Н. Адмірарін [10] зазначає, що секьюритизація — це підвищення ролі цінних паперів для цілей позичань і зниження ризиків шляхом їх розподілу й випуску нових фінансових інструментів. На його думку, важливим елементом секьюритизації є відторгнення окремих видів діяльності від основного бізнесу компанії та підвищення його привабливості за рахунок емісії цінних паперів.

За висловом Н. Богути [6], секьюритизацію нерідко називають фінансовою алхімією, оскільки вона дозволяє з “простого каміння” (грошові вигоди) одержувати “дорогоцінне” (високоліквідні цінні папери) за рахунок випуску облігацій, забезпечених активами (найчастіше — кредитами).

Термін “секьюритизація” походить від англійського слова “security”, яке має багато значень: безпека, забезпечення, гарантія, захист, цінний папір тощо. Фахівці вважають датою виникнення терміну 1977 рік, коли

він вперше був використаний кореспондентом ділової газети “Wall Street Journal” у статті, де йшла мова про продаж компанією “Solomon Brothers” іпотечного кредиту “Bank of America”.

Цікаво, що в англомовній фінансовій літературі як синонім до поняття “секьюритизації” використовується також поняття “assets fluidization” (“флюїдизація активів”), що буквально означає поміщення низьколіквідних елементів до швидкого потоку для забезпечення їх мобільного перетворення.

Таким чином, визначень секьюритизації існує багато, але сутність її в класичному вигляді незмінна — це фінансування шляхом перетворення неліквідних активів у високоліквідні папери.

Класична схема секьюритизації досить складна. Ініціатор секьюритизації, якого називають оригінатором, передає свій неліквідний актив, на умовах “дійсного продажу” або застави спеціально створеної для секьюритизації компанії (Special Purpose Vehicle, SPV). SPV засновується, як правило, в офшорі, що робиться не тільки з податкових, але й з наглядових міркувань: необхідний законодавством офшорних зон розмір власного капіталу, ліквідних коштів, мінімальний розмір організаційних та інших видатків теж невеликий. Крім того, будучи резидентом офшорної зони, SPV не підпадає під регулювання відповідних органів країни оригінатора. Після виконання ряду необхідних формальностей SPV випускає спеціальні цінні папери (Asset-Backed Securities, ABS), забезпечені неліквідним активом оригінатора, або бере від свого імені банківські кредити для оригінатора.

Найчастіше SPV організують у формі компанії з одним учасником — благодійним трастом, якому належать свої частки або акції, але на практиці така компанія може мати різні організаційно-правові форми. Зазвичай це новостворений об’єкт у формі трасту, Limited Company (товариство з обмеженою відповідальністю) або Limited Liability Partnership (товариство з обмеженою відповідальністю учасників). Якщо при придбанні контрактів компанією спеціального призначення не відбувається зміни власника (це можливо при цесії, коли відбувається уступка прав за контрактом), то фактично SPV стає трастовою компанією.

Часто SPV є дочірньою компанією, яка створюється для реалізації, як правило, одного інвестиційного проекту, для розвитку нового напрямку бізнесу або для тих чи інших тимчасових задач. Найчастіше 100-відсотковим власником такої дочірньої компанії є материнська фірма, але в деяких юрисдикціях вимагається наявність інших власників із часткою не менше 3 %.

В Японії подібні фірми називають SPC (special purpose company) або ТМК (tokutei mokuteki kaisha); згідно з японським законодавством це тип корпорації, що засновується виключно для цілей так званої “флюїдизації” (тобто секьюритизації) активів, та єдиний тип господарського товариства, який може здійснювати виплату відсотків без оподаткування.

Усталені схеми секьюритизації, крім власне продавця, покупця й різних консультантів, припускають велику кількість додаткових учасників угоди, таких як страховики, гаранті, колекторські фірми та інші. У результаті

ризик кожного учасника угоди розпорошується, що дозволяє оригінатору залучати кошти дешевше, ніж по корпоративних облігаціях.

Для ефективної реалізації секьюритизаційної схеми необхідно одержання достатнього рейтингу для нових цінних паперів як гарантії успішного розповсюдження будь-яких фінансових інструментів. Тому в процесі секьюритизації важлива роль відводиться рейтинговим агенціям. Очевидно, що коли високий рейтинг не буде забезпечено, то боргові зобов'язання цільової компанії просто можуть не знайти покупців.

Механізм секьюритизації у загальному вигляді з розбивкою по етапах представлено на рис. 1.

Для зниження кредитних ризиків, які загрожують інвесторам при угодах секьюритизації, використовують так звану кредитну підтримку секьюритизованих активів. Її види та обсяги визначають в залежності від ризиків конкретної операції, цілей організатора секьюритизації та вимог рейтингових агенцій. У загальних випадках доцільно виділяти внутрішню й зовнішню кредитну підтримку.

Зовнішня підтримка може бути забезпечена сторонніми організаціями, відомими на ринку компаніями (credit enhancers), які, по суті, виступають в якості андерайтерів або гарантів угоди, виконують функцію оцінки й підтримки ціни відповідних фінансових інструментів, а також надають необхідні маркетингові, фінансові та юридичні консультації, приймаючи участь у структуруванні угоди. Подібне забезпечення може набувати різних форм, найбільш поширеними з яких є підтверджений акредитив, страхування повернення відсотків та інші.

У свою чергу, внутрішня кредитна підтримка забезпечується організатором секьюритизації та може включати:

- субординацію — структурування емісії в декілька траншів; випуск нерівноправних класів паперів для перерозподілу ризику дефолту й дострокового погашення, коли підлеглі класи (так звані junior, які є субординованими до senior, “старших” паперів і в першу чергу приймають на себе ризики) мають нижчий рейтинг і платять відповідно менший відсоток;

- надлишкове покриття (overcollateralization), коли вартість секьюритизованих активів перевищує номінальну вартість емітованих цінних паперів;

- обмеження мінімального значення показника DSCR (debt service coverage ratio) — відношення розміру доходів від активів за певний період до суми необхідних виплат за облігаціями за той самий термін;

- події-триггери — структурувану підтримку, як правило, прив'язану до певної кредитної події (визначені й обумовлені завчасно події, такі як банкрутство організатора секьюритизації, погіршення якості активів у пулі тощо, — “вмикають” перерозподіл грошових потоків, дострокову амортизацію або повне погашення облігацій).

Приватним випадком секьюритизації є так звана “синтетична секьюритизація”, або німецька модель секьюритизації. До відмінних рис цієї моделі секьюритизації відноситься, насамперед, те, що це інструмент балансового фінансування, тобто активи залишаються на балансі (при класичній англосаксонській секьюритизації активи виводяться поза баланс).

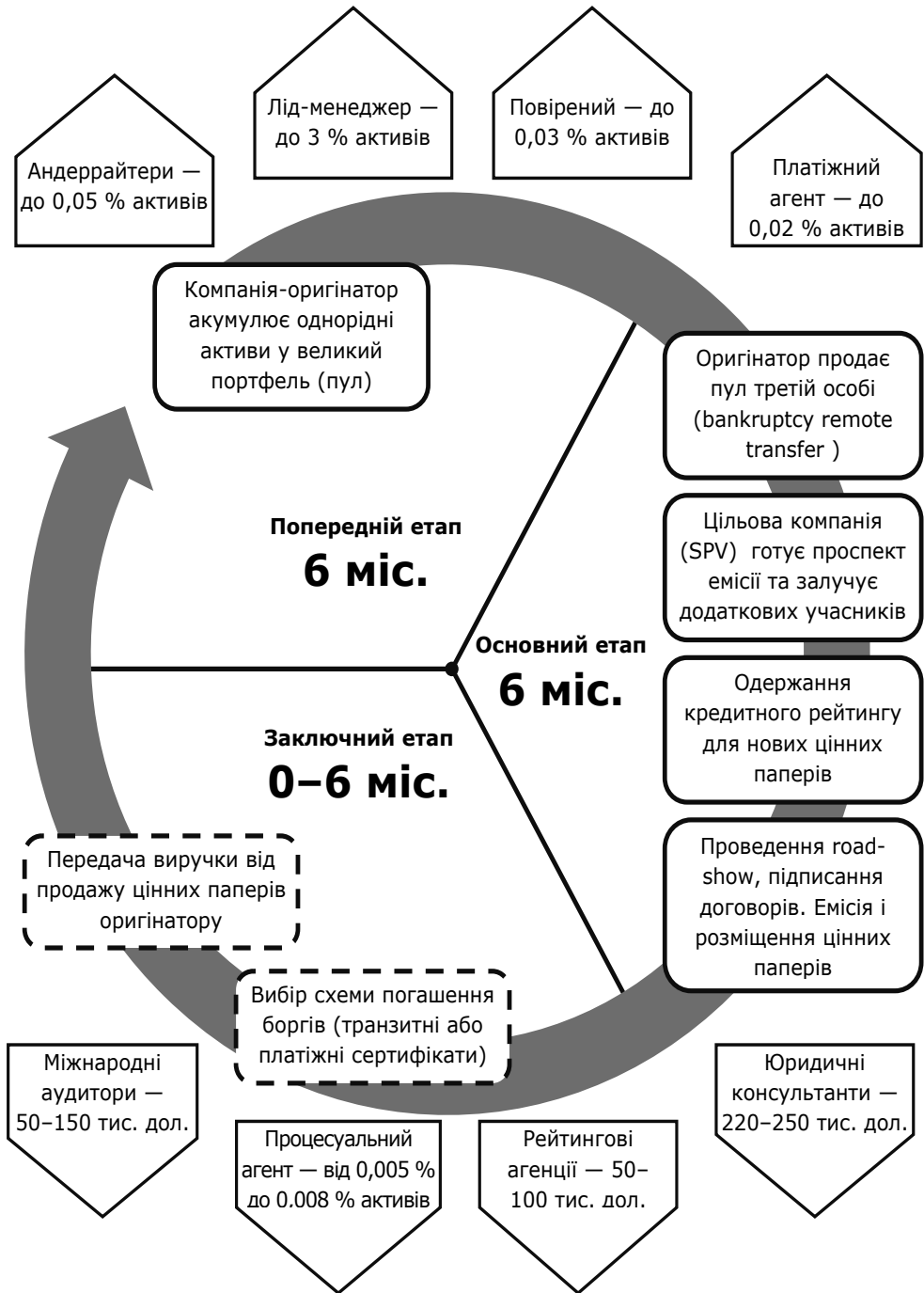


Рис. 1. Загальна схема секьюритизації активів: етапи та вартість угоди (складено авторами статті на основі експертних даних [10])

По-друге, немає необхідності в створенні спеціальної компанії (SPV/SPE), і по-третє, основною метою синтетичної секьюритизації є хеджування кредитних ризиків, а традиційної — одержання більш дешевого фінансування. Синтетичною секьюритизація називається через використання кредитних деривативів (своп дефолту по кредиту, ноти, пов'язані із кредитом) з метою хеджування процентних ризиків. Через відсутність необхідності в SPV і видатків на юридичні процедури по її створенню синтетична секьюритизація іноді виходить дешевше класичної.

Секьюритизація дозволяє ліквідувати розрив у строках, тому що цінні папери випускаються приблизно тієї ж “довжини”, що й активи, які ними забезпечені.

За експертними оцінками [1], міжнародну секьюритизацію можна провести у випадку, коли створено портфель якісних однорідних активів на 100–150 млн доларів США.

Наразі в Україні вже є досвід випуску боргових паперів, забезпечених активами, комерційними банками: у 2007 році це зробили ПриватБанк на суму 180 млн дол. (на підготовку цієї, першої для України, секьюритизаційної угоди було витрачено 1,5 року) та Дельта Банк — на суму 100 млн дол.; у 2008 році свої забезпечені облігації на суму 70 млн грн. емітував Банк “Хрещатик”.

За інформацією міжнародної рейтингової агенції Standard & Poors [11], на кінець вересня 2007 року частка України у загальному обсязі секьюритизаційних угод з існуючими активами в регіоні ЕЕМЕА (Східна Європа, Середня Азія, Африка) складає лише 0,8 % (для порівняння: ПАР — 68,7 %, Росія — 17,1 %, Туреччина — 3,4 %, Польща — 3,2 %, ОАЕ — 2,9 %, Чехія — 2,6 %, Казахстан — 0,7 %, Латвія — 0,3 %). Структура таких операцій в Україні за видом забезпечення також не відображає загальної тенденції по регіону: 100 % угод секьюритизації складають операції з житловою нерухомістю, тоді як, наприклад, у сусідній Російській Федерації секьюритизаційні механізми вже проникли до різних сфер фінансової діяльності (рис. 2).

На нашу думку, в подальшій перспективі в Україні також є потенціал використання схем секьюритизації в галузі автомобільних і споживчих кредитів, операцій з комерційною нерухомістю, кредитним картками, лізингу обладнання тощо.

Викладене вище дає змогу зробити такі висновки:

1. Схема секьюритизації несе значні вигоди як для оригінатора, так і для інвесторів, забезпечує достатній рівень захисту від ризиків. Це більш дешевий метод одержання фінансування у порівнянні з традиційними схемами оскільки шляхом секьюритизації емітент має можливість випускати цінні папери з вищим рейтингом, а отже, нижчою відсотковою ставкою, ніж ставка за довгостроковим кредитом [12].

2. Секьюритизація сприяє покращенню різних фінансових співвідношень, більш ефективному використанню капіталу; необмежена різноманітність і гнучкість механізму секьюритизації, структурування платежів та умов угоди дозволяють інвесторам створювати фінансові інструменти відповідно до їх власних запитів.

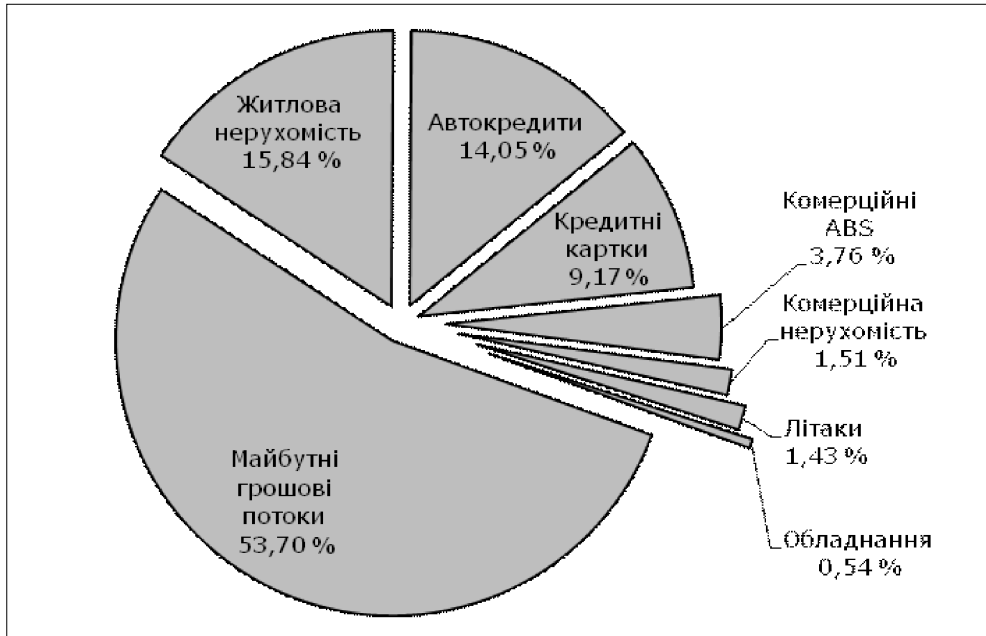


Рис. 2. Структура угод секьюритизації в РФ на кінець 2005 року

3. На макрорівні секьюритизаційний механізм забезпечує більш ефективний розподіл ризику й фінансових потоків; таким чином, суспільство одержує доступ до можливостей інвестування в різні галузі.

4. В Україні наразі існує низка банків, готових до секьюритизації. Використання секьюритизаційних механізмів вітчизняними комерційними банками не тільки сприятиме їх захисту від фінансових ризиків, але й надасть потужний стимул для розвитку в країні рейтингових агенцій та організаторів (лід-менеджерів) проектів.

5. За сприятливих умов у найближчій перспективі операції секьюритизації в Україні вийдуть за межі банківського сектору: так, значний потенціал використання такого інструменту фінансування є у лізингових компаній та операторів телекомунікацій. У середньостроковій перспективі до секьюритизаційного механізму долучаться промислові підприємства. У довгостроковій перспективі можливе поширення таких схем практично на всі види господарської діяльності (наприклад, Україна може перейняти зарубіжний досвід секьюритизації муніципальних підприємств, коли в якості забезпечення виступають майбутні доходи від потоків житлово-комунальних платежів: з 1997 року комунальні служби США провели понад три десятки операцій секьюритизації на суму 30 млрд дол.).

6. Перспективними та інноваційними для нових або недостатньо розвинених фінансових ринків (до яких відноситься й український) є “синтетичні” типи секьюритизації з використанням похідних фінансових інструментів.

Література:

1. Риск секьюритизации в том, что договор купли-продажи активов может быть признан недействительным. Интервью с С. Черным; http://bin.com.ua/templates/analitic_article.shtml?id=37795 (Интернет-версия еженедельника “Бизнес”)
2. Материал из Википедии — свободной энциклопедии; <http://ru.wikipedia.org/wiki/Секьюритизация>
3. Lakshman Alles. Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries // IMF Working Paper, October, 2001.
4. Gorton Gary, Souleles Nicholas. Special Purpose Vehicles and Securitization // September 2005, NBER Working Paper No. 11190.
5. Dvorak Yuliya A. Transplanting asset securitization: is the grass green enough on the other side? // Houston Law Review. — Vol. 38. — P. 541.
6. Н. Богута. Вторая жизнь кредита. Секьюритизация // “Эксперт Украина”. — № 10. — 2007.
7. Дорофеева О. В. Секьюритизация активов лизинговых компаний как источник финансирования их деятельности // Вісник Українського державного університету водного господарства та природокористування. Економіка. Випуск 1 (20). — Рівне, 2003. — С. 206–212.
8. Служба тематических толковых словарей Glossary. Ru; <http://www.glossary.ru/index.htm>
9. Адмирарин Н. Защищайтесь! Секьюритизация? Это просто! // Деньги. — № 12 (19). — 2003.
10. Райко М., Арестрахов О. Секьюритизация — это не только возможность для предприятия привлечь более дешевые ресурсы на мировых рынках, но и шанс получить большую отдачу на доллар своих активов; http://bin.ua/templates/analitic_article.shtml?id=37794 (Интернет-версия еженедельника “Бизнес”).
11. Сделки секьюритизации существующих активов в регионе ЕЕМЕА. Отраслевой аналитический обзор; <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=3957&sec=pr>
12. Рогальська Н. Г., Рогальський О. Ф. Моделювання фінансової діяльності підприємств. Навчальний посібник. — Херсон: Олді-Плюс, 2007. — 320 с.

Н. Г. Рогальская, А. Ф. Рогальский

Херсонский национальный технический университет

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ КАК ИНСТРУМЕНТ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В КОНТЕКСТЕ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Резюме

В статье проанализирована сущность понятия “секьюритизация” и сделаны выводы о перспективах использования этого инструмента на отечественном рынке проектного финансирования в контексте глобализации мировых финансовых рынков.

Ключевые слова: секьюритизация, проектное финансирование, инвестиционное финансирование, мировые финансовые рынки, глобализация.

N. Rogalska, O. Rogalsky

Kherson national technical university

**ASSETS SECURITIZATION AS INSTRUMENT OF PROJECT
FINANCING IN THE CONTEXT OF THE WORLD FINANCIAL
MARKETS GLOBALIZATION**

Summary

In the article the sense of the “securitization” term was analyzed and some conclusions about the perspectives of this instrument use at the domestic market of project financing in the context of the world financial markets globalization were made.

Key words: securitization, project financing, investment credit, world financial markets, globalization.