

**О. В. Болдуєва**кандидат економічних наук, доцент  
Запорізький національний університет

## ВИКОРИСТАННЯ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ ЯК ФІНАНСОВОГО ІНСТРУМЕНТУ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТОРІВ ДО РЕАЛІЗАЦІЇ ПРОЄКТІВ ІНФРАСТРУКТУРНОГО РОЗВИТКУ КРАЇНИ

У статті запропоновано методичні підходи організації сек'юритизації потоків платежів державних проєктів розвитку інфраструктури країни. Зазначено, що застосування моделі дасть змогу забезпечити постійне реінвестування державних коштів та запуск механізму мультиплікації, а створення державного агентства, що виконує функції регулятора ринку, кваліфікації угод – легітимізацію позабалансових операцій, а також формування ліквідного вторинного ринку для випущених цінних паперів.

**Ключові слова:** сек'юритизація, інфраструктура, фінансування, грошові потоки, ризики, перерозподіл.

### I. Вступ

Український досвід показує, що технологія, яка дає змогу ефективно застосовувати сек'юритизацію для залучення капіталу в інфраструктурні проєкти, досі не розроблена. Разом з тим останніми роками перед Україною особливо гостро постала проблема необхідності реалізації капіталомістких інфраструктурних проєктів.

Застосування сек'юритизації для залучення капіталу в інфраструктурні проєкти могло б сприяти: вирішенню проблеми нестачі капіталу за рахунок мультиплікативного ефекту сек'юритизації; прискоренню темпів реалізації проєктів, підвищенню ефективності та прозорості використання капіталу; розвитку українського фінансового ринку за рахунок появи нового типу цінних паперів (інфраструктурних цінних паперів); залученню в Україну неспекулятивного міжнародного капіталу.

У західній економічній науці проблемам сек'юритизації присвячено чимало публікацій таких дослідників, як Х. Бер, Г. Гортон, А. Джобст, К. Джордан, Б. Кейс, Л. Лопаккі, Дж. Мітчел, Т. Мухерджі, А. Сірку, Г. Тетт, І. Фендер, С. Шварц. Особливо слід відзначити праці В. Котхарі. Дослідженням розвитку механізму сек'юритизації та його застосування в різних сферах фінансового сектору економіки України присвячені праці таких українських науковців, як Д. Васильков, Н. Версаль, В. Другова, Д. Кошель, О. Кузьмак, Р. Макуцький, І. Перепаддя, М. Рябокін, В. Успенко, О. Шейко. Водночас в існуючих дослідженнях не приділялося належної уваги аналізу досвіду використання сек'юритизації для фінансування інфраструктурних проєктів.

### II. Постановка завдання

Мета статті – розробити методичні підходи застосування сек'юритизації при залученні фінансових ресурсів у інфраструктурні інвестиційні проєкти.

### III. Результати

Інвестиційний банк Морган Стенлі (Morgan Stanley) на своєму офіційному сайті подає таке визначення сек'юритизації: сек'юритизація – це процес об'єднання різного роду активів (іпотечні кредити, автокредити, борги за кредитними картками), “упаковка” їх в облігації, які потім продаються інвесторам. Ці облігації також відомі як забезпечені активами цінні папери (asset-backed securities), оскільки відсоток і основний борг, повернення яких вони передбачають, нараховують з вартості базисного активу. Такі активи можуть бути власністю (як автомобілі, будинки, куплені на видані кредити) або дебіторською заборгованістю, яка є грошима, які позичальники винні кредитору [1]. При цьому мова йде про перетворення малоліквідного, що не має оборту на ринку, майна у форму фінансових інструментів грошового ринку або ринку капіталів.

Спочатку розглянемо загальну схему організації сек'юритизації фінансових активів, усталеної на світових фінансових ринках, і змінюваної лише у зв'язку з особливостями певного типу сек'юритизації (рис. 1).

Компанія-ініціатор (Originator) виділяє фінансові активи підприємства, які дають право на отримання в майбутньому певного грошового потоку або формує пул таких активів. Надалі компанія продає виділений актив (активи) спеціально створеній юридичній особі (SPV) – організації, призначеній для викупу активу й випуску цінних паперів та проведення певних операцій з обслуговування активу й боргових зобов'язань, що зафіксовано в установчих документах.

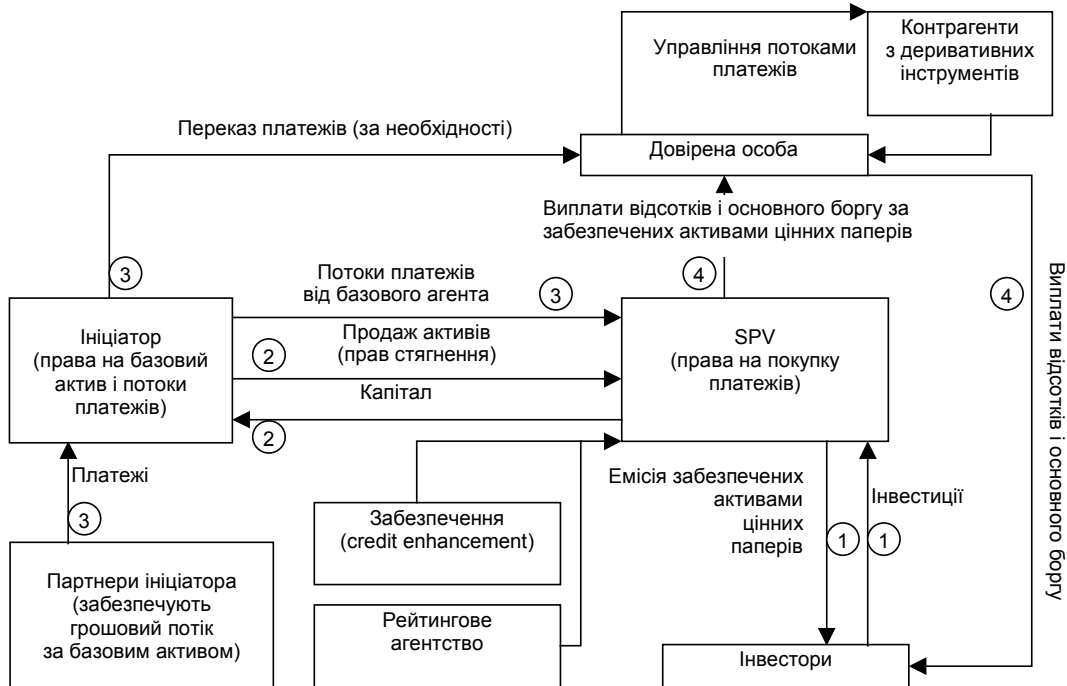


Рис. 1. Організація сек'юритизації кредитних активів (принципова схема)

SPV, в свою чергу, купує ці активи за рахунок виручки, отриманої від випуску забезпечених (цими активами) цінних паперів і продажу їх інвесторам. Надалі з грошових платежів, що генеруються проданими активами, SPV виплачує відсотки й суму основного боргу інвесторам.

Основні складнощі на шляху здійснення подібних угод пов'язані саме з етапом продажу пулу активів SPV: це забезпечення юридичної самостійності створеного пулу активів, відсутності права регресу третіх осіб щодо проданих активів, а також досягнення пільгового рівня оподаткування [2].

Вирішення саме цих завдань і має на меті повне списання активів на баланс SPV, і таке списання має відповідати вимогам, що подають до угод дійсного продажу (true sale), існуючим у юрисдикціях SPV та ініціатора.

Завдяки списанню на баланс SPV активів ініціатора останні набувають юридичну незалежність і автоматично звільняються також від усіх видів ризиків, пов'язаних з господарською діяльністю ініціатора. Таким чином досягається ефект, коли інвестор при прийнятті рішення про здійснення вкладень у цінні папери, що випускають SPV може орієнтуватися лише на якість самих активів забезпечення і продуманість структури угоди [3].

Як результат, цінні папери, які випускаються, набувають інвестиційного рівня надійності (investment grade), що забезпечує велику ймовірність їх успішного розміщення. Відзначимо, що цінні папери, які випускають SPV, можуть бути як борговими (Asset-Backed Notes), так і пайовими, коли папери засвідчують право власника на частку в капіталі інвестиційного фонду або трасту.

При цьому використання SPV, точніше досягнення мети незалежності активів для зниження вартості запозичень, які декларуються в класичній моделі сек'юритизації, насправді неоднозначні, а отже, говорити про повну незалежність активів не можна.

У роботі "Special Purpose Vehicles and Securitization" [4] Г. Гортон і Н. Сулелес докладно розглядають джерела доданої вартості від використання SPV в угодах сек'юритизації і послідовно доводять, що основні вигоди виникають через зниження вартості банкрутства (виключення активів з конкурсної маси). Таким чином, використання SPV є вигідним більшою мірою для високоризикових фірм, або тихих, що можуть втратити значні кошти внаслідок банкрутства.

Також автори роблять важливе зауваження з приводу SPV: враховуючи те, що інвестори знають про те, що фінансову допомогу ініціатора SPV у разі виникнення небезпеки його неспроможності (наприклад, технічного дефолту), вони все ж передбачають ризики дефолту ініціатора при визначенні необхідної прибутковості по забезпеченим цінним паперам. Ще однією причиною є те, що організація SPV веде до формального розподілу контролю і залучення фінансування, проте насправді ініціатор залишається центром рішень.

Більше того, оскільки інвестори розуміють фактичну неспроможність SPV як позичальника, щоб ефективно залучити капітал через продаж емітованих SPV цінних паперів і при цьому мати можливість здійснення позабалансової угоди (off-balance sheet) й дотримати вимоги податкових і судових інститутів для забезпечення незалежності SPV (qualified

SPV), ініціатору необхідно укласти “споріднений контракт” (relational contract) з інвесторами, за аналогією з тими, що укладають олігополісти при спробі зберегти рівновагу на ринку. Цей контракт у прихованій формі гарантує підтримку SPV з боку ініціатора у разі дефолту. Тільки такі гарантії створюють можливість довгострокової рівноваги, забезпеченої прихованими гарантіями (Implicit Recourse Equilibrium), в умовах якого можливі серійні угоди сек’юритизації.

Таким чином, використання SPV не виключає повністю ризики ініціатора з розрахунків інвесторами необхідного рівня прибутковості при вкладах у випущені цінні папери. Також про наявність впливу ризиків ініціатора на вартість цінних паперів говорить той факт, що найчастіше задля економічної доцільності та ефективності роль обслуговуючої компанії відведено ініціатору: компанія, яка успішно керувала активами до цього, з великою ймовірністю впорається з цим завданням і надалі.

Втім механізми, що підвищують якість активів в угодах сек’юритизації, не обмежуються лише проведенням операції через SPV. Для спостереження за виконанням угоди й захисту прав інвесторів до неї підключається довірена особа (Trustee). Для усунення ризику короткострокових касових розривів у потоці платежів, генерованому фінансовими активами, застосовують додаткові заходи під-

вищення кредитної якості цінних паперів (Credit and Liquidity Enhancement): такими заходами можуть виступати страхування, видача банківської гарантії, відкриття банками спеціалізованих резервних кредитних ліній, а також додаткове забезпечення цінних паперів тощо [5].

За допомогою зазначеної структури угоди й способів підвищення надійності досягається ефект, коли цінні папери, що випускаються, SPV отримують кредитні рейтинги помітно вищі ніж рейтинг самого ініціатора. Власне в цьому й є квінтесенція угод сек’юритизації фінансових активів. Отримання високого рейтингу – запорука розміщення цінних паперів на вигідних умовах, що може помітно знизити вартість запозичень порівняно не лише з банківським кредитом, а й з випуском паперів безпосередньо ініціатором [6].

Сек’юритизація майбутніх потоків платежів з інфраструктурного проекту після здійснення емітентом-концесіонером будівництва/реконструкції об’єкта інфраструктури є найперспективнішим способом залучення фінансування в будівництво інфраструктури України.

Принципову схему організації такого випуску наведено на рис. 2. Деталізуємо функції держави, приватних інвесторів і концесіонерів, враховуючи, що функції інших учасників угоди залишаються багато в чому незмінними з розглянутою вище схемою.

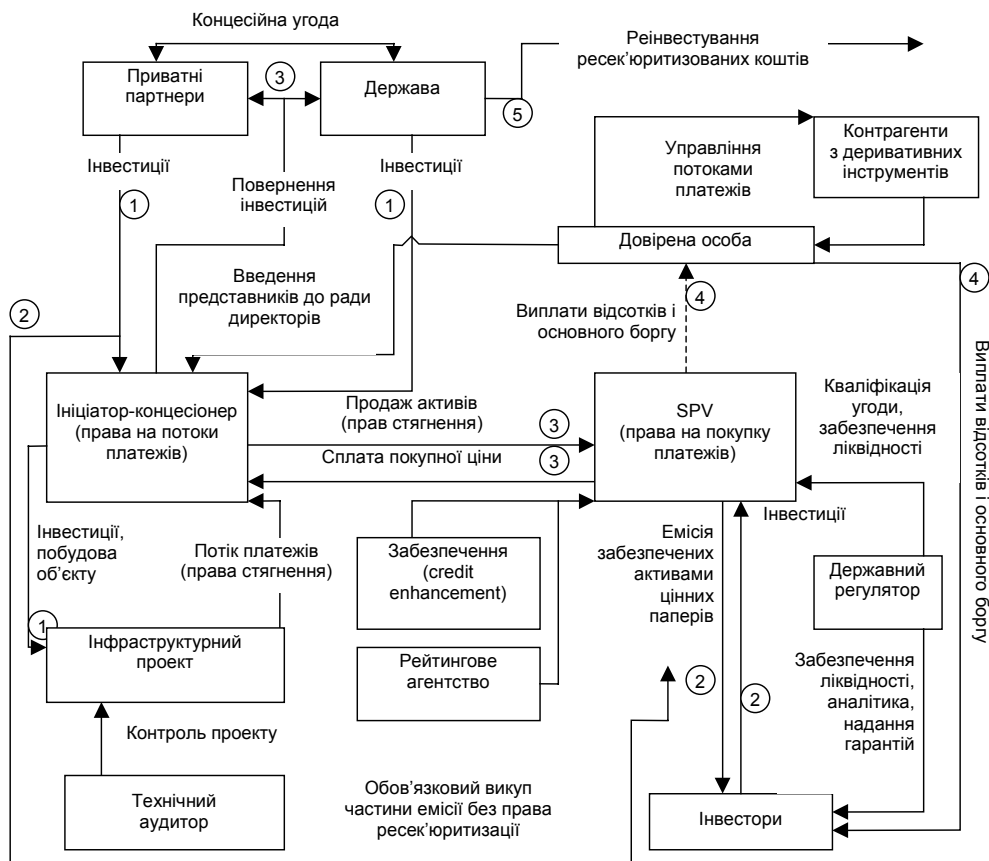


Рис. 2 Пропонована схема здійснення угод сек’юритизації державних фінансових інфраструктурних проектів

Роль держави в запропонованій схемі визначається вирішенням таких завдань: забезпечення часткового фінансування проекту на етапі зведення; контроль над операціями концесіонера; створення сприятливих умов (у тому числі надання державних гарантій) і законодавчих можливостей для сек'юритизації майбутніх потоків платежів від створеного об'єкта, якщо ж концесіонер не вважає за потрібне рефінансування шляхом сек'юритизації частини інвестицій, здійснених за рахунок концесіонера, то можливе включення в концесійну угоду пункту про обов'язкове рефінансування державних інвестицій. Це забезпечить постійне реінвестування державних коштів та запуск механізму мультиплікації; створення державного агентства, що виконує функції регулятора ринку, кваліфікації угод з метою легітимізації позабалансових операцій, а також створює ліквідний вторинний ринок для випущених цінних паперів.

Роль приватних партнерів визначається вирішенням таких завдань: забезпечення часткового фінансування проекту на етапі зведення; управління та контроль над операціями концесіонера; викуп частини емісії цінних паперів, що випускаються в процесі здійснення сек'юритизації, з метою забезпечення належного розподілу ризиків і відповідальності та створення стимулів для добросовісної поведінки концесіонера в особі його інвесторів. У разі сек'юритизації лише державної частки інвестицій такий викуп може не здійснюватися.

Роль концесіонера визначається вирішенням таких завдань: здійснення зведення і управління об'єктом інфраструктури; залучення фондів у процесі сек'юритизації (організація угоди) і перерозподіл рефінансованих коштів між інвесторами (приватними й державними); забезпечення діяльності SPV та участь у її діяльності як потенційного спонсора.

Основні принципи відмінності запропонованої схеми від типової полягають у такому:

1. Держава виступає як активний учасник угоди. На неї покладено кілька основних функцій. По-перше, держава виступає як співінвестор в інфраструктурні проекти, цю функцію держави передбачено до здійснення через проекти державно-приватного партнерства. Участь держави у здійсненні інвестицій через поділ ризиків збільшує участь в інфраструктурних проектах більш безпечною і привабливою для приватного капіталу. По-друге, держава створює сприятливий для проведення угод сек'юритизації податковий режим: наприклад, податкові пільги на доходи від інвестицій в інфраструктурні цінні папери. Це допоможе залучити широке коло інвесторів. По-третє, держава надає державні гарантії під випущені цінні папери у ви-

гляді формальних зобов'язань або через механізм прихованого договору, а також через спеціальне державне агентство, яке також здійснює функції регулятора ринку. Нарешті, держава в обов'язковому порядку реінвестує отримані в процесі сек'юритизації кошти в нові інфраструктурні проекти, забезпечуючи тим самим мультиплікативний ефект від сек'юритизації та збільшить обсяг коштів, що працюють в інфраструктурних інвестиціях країни.

2. На ринку з'являється державне агентство, яке виконує від імені держави функції наглядового органу на ринку інфраструктурних цінних паперів. Агентство буде забезпечувати проведення державної політики в сфері інфраструктурних інвестицій, допомагаючи реалізації державних програм через підтримку ліквідності на вторинному ринку інфраструктурних цінних паперів, забезпечуючи інвесторів публічно доступною статистичною та аналітичною інформацією про їх випуск. Однією з фундаментальних функцій агентства стане надання гарантій по цінних паперах, що випускаються (як за власними, так і за певну комісію по тих, що випускаються приватними емітентами). Ще однією важливою функцією має стати практика кваліфікації угод, що дасть можливість створити ситуацію, коли скористатися всіма перевагами сек'юритизації (зокрема, позабалансовим фінансуванням) зможуть лише емітенти, метою яких є рефінансування інвестицій, а не простий перерозподіл ризиків і отримання комісії за рахунок емісії, обмеживши використання сек'юритизації з недобросовісною метою. Кваліфікація також зніме низку питань, що потребували окремого юридичного висновку, й ризики, пов'язані з ними.

3. З метою боротьби з "лимонними" факторами й несумлінним використанням сек'юритизації спрямовано пропозицію про обов'язковий викуп частини емісії первинними інвесторами в проект (приватними партнерами, або концесією). Утім викуп повинен здійснюватися не SPV, що є формальним емітентом цінних паперів, інакше це дасть можливість здійснювати повний перерозподіл ризиків при відсутності відповідальності, а отже, не вирішить проблеми конфліктів інтересів організаторів угоди, на що спрямований цей захід.

4. Введено інститут технічного аудитора як сторони, що забезпечує інвесторів і наглядовий орган незалежною професійною думкою стану інфраструктурного об'єкта, ефективності його використання та ризиків, пов'язаних з його експлуатацією. Цей захід дасть можливість через посилення прозорості мінімізувати для інвесторів низку ризиків, пов'язаних з діяльністю з експлуатації інфраструктурного об'єкта, а отже, знизити вартість запозичень при випуску цінних паперів.

5. Запропоновано призначення представників інвесторів, відповідальних осіб, введених організацією – довіреною особою в раду директорів компанії-концесіонера. Це ще один захід, спрямований на захист інтересів інвесторів, зниження ризиків та підвищення прозорості емісії цінних паперів.

Основні ризики, які мінімізуються (і/або усуваються) при використанні цієї схеми для здійснення інфраструктурної сек'юритизації: ризик проекту; ризик дефолту (технічного дефолту); ризик несумлінної поведінки організаторів (*moral hazard*); ризик угод (угода здійснюється лише при схваленні регулятором, що підтверджено кваліфікаційним висновком з боку державного агентства).

Угода, яка здійснюється за схемою сек'юритизації, повинна відповідати таким критеріям:

1. Жодна з ланок не повинна випадати з системи розподілу й управління ризиками. Усі учасники угоди мають знати й дійти згоди щодо ризиків, які необхідно розподілити на треті сторони, звільнити решту сторін угоди тощо.

2. Усі сторони, що брали участь у створенні активу, несуть відповідальність за якість створеного активу, принаймні, протягом певного проміжку часу.

3. Угода повинна використовуватися для залучення більш дешевого фінансування через виключення посередників між компанією та інвесторами.

4. Структура угоди повинна бути максимально простою при інших рівних умовах і не мати можливостей для спрощення без втрати ефективності.

5. Менеджмент сторін-організаторів (ініціатора, організатора, сервісного агента, рейтингового агентства тощо) не повинен мати прямої матеріальної зацікавленості у здійсненні угоди.

6. Здійснення угоди не повинно призводити до конфліктів інтересів сторін-організаторів.

7. Має бути вироблена система публічної звітності, що включає стандартні показники ефективності для базових активів та рівня ризиків, що дає можливість інвесторам і сторонам-організаторам здійснювати моніторинг стану базового активу (пулу активів) та рівня ризиків, пов'язаних з цінними паперами.

Дотримання цих критеріїв має підтверджувати регуляторний орган окремим юри-

дичним висновком. Також необхідно, щоб їх дотриманню приділяли значну увагу рейтингові агентства при аналізі угоди.

#### IV. Висновки

Економіка України гостро потребує реновації старих і створення нових об'єктів інфраструктури. Сек'юритизація, яка довела свою ефективність у здійсненні масштабних державних програм (будівництво доступного житла), і, зокрема, з успіхом використовується низкою держав для залучення капіталу в інфраструктуру [7], може стати ефективним інструментом вирішення проблеми залучення приватного капіталу в інфраструктуру України. При цьому сек'юритизація володіє такими перевагами, як розширення кола потенційних інвесторів, а також зниження навантаження на держбюджет через використання облигацій.

#### Список використаної літератури

- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com).
- Рябокін М. В. Сек'юритизація фінансових активів у контексті розвитку фінансового інжинірингу в Україні / М. В. Рябокін // Науковий вісник. – Ірпінь, 2009. – Економіка, право. – С. 182–188.
- Кошель Д. О. Сек'юритизація активів як джерело формування банківських ресурсів / Д. О. Кошель // Фінанси, облік і аудит. – Київ, 2011. – Вип. 18. – С. 101–108.
- Gorton G. Special Purpose Vehicles and Securitization / Gary Gorton, Nicholas S. Souleles. – The Wharton School University of Pennsylvania and NBER, September 2005.
- Рябокін М. В. Формування фінансового механізму сек'юритизації активів: теоретичний аспект. / М. В. Рябокін // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – Івано-Франківськ, 2009. – Вип. 5. – Т. 2. – С. 274–281.
- Макуцький Р. Т. Сек'юритизація інструментів рефінансування іпотечних кредитів / Р. Т. Макуцький // Вісник. – Львів, 2007. – Вип. 27. – С. 228–234.
- Перепаддя І. М. Вплив сек'юритизації активів на трансмісійний механізм монетарної політики в умовах світової фінансової кризи / І. М. Перепаддя // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – Київ, 2010. – Вип. 90. – Ч. 2. – С. 52–53.

Стаття надійшла до редакції 06.11.2014.

#### **Болдуева О. В. Использование секьюритизации как финансового инструмента привлечения инвесторов к реализации проектов инфраструктурного развития страны**

*В статье предложены методические подходы организации секьюритизации потоков платежей государственных проектов развития инфраструктуры страны. Указано, что применение модели позволит обеспечить постоянное реинвестирование государственных средств и запуск механизма мультипликации, создание государственного агентства, призванного выполнять функции регулятора рынка, квалификации сделок – легитимизацию*

внебалансовых операций, а также формирование ликвидного вторичного рынка для выпущенных ценных бумаг.

**Ключевые слова:** секьюритизация, инфраструктура, финансирование, денежные потоки, риски, перераспределение.

**Boldueva O. The Use of Securitization as a Financial Instrument to Attract Investors to the Implementation of Infrastructure Development**

*Ukraine's economy is in dire need of renovation of old and creation of new infrastructure. Securitization, which has proven its effectiveness in the implementation of large-scale investment programs, and has been successfully used by some States to raise capital in infrastructure, can be an effective tool for solving the problem of attracting private capital in infrastructure in Ukraine. At the same time, securitization has benefits such as expanding the range of potential investors, as well as reducing the burden on the state budget due to the use of bonds.*

*The main fundamental differences from the typical proposed scheme are as follows:*

*1) the state acts as an active participant in the transaction. To put it a few basic functions: the state acts as an investor in infrastructure projects creates favorable for securitization transactions tax regime provides state guarantees issued securities reinvest obtained in the process of securitization funds in new infrastructure projects, thus ensuring multiplier effect of securitization;*

*2) the market has a state agency that performs functions on behalf of the state supervisory authority for market infrastructure securities. The Agency will provide the state policy in the field of infrastructure investments, helping implementation of state programs by supporting liquidity in the secondary market infrastructure securities. The agency will carry out the provision of guarantees on securities and qualified agreements limiting thus the use of securitization as a dishonest intent;*

*3) to combat unfair use of securitization proposed mandatory redemption of the primary emission investors in the project;*

*4) Institute of Technical Auditor introduced, providing investors and independent supervisory authority Judgements about the state of infrastructure projects, its efficiency and risks associated with its operation;*

*5) to protect the interests of investors, reducing risk and increasing transparency issue of securities offered to investors inclusion of representatives of the board of directors of the concession.*

**Key words:** securitization, infrastructure, financing, cash flow, risk redistribution.