

Як видно з табл. 3, при зростанні абсолютних обсягів вироблених послуг у всіх галузях їх переважну більшість складають послуги з транспорту та зв'язку, однак спостерігається тенденція до збільшення питомої ваги послуг з освіти, а також колективних, громадських та особистих послуг, що свідчить про необхідність подальшого розвитку цих галузей в умовах ринкових трансформацій вітчизняної економіки.

Таким чином, перехід України до ринкових відносин, інтеграція до світового суспільства при його загальній постіндустріалізації висвітлює низку складних проблем, до яких, зокрема, відноситься недостатня розвиненість соціально орієнтованих та споживчих галузей народного господарства, особливо сприятливих для розвитку підприємництва й формування широкого прошарку середнього класу; порушення функціонування інститутів сфери виробництва нематеріальних благ; низький рівень життя населення, який сприяє зменшенню частки витрат на низку послуг (медичне обслуговування, санаторно-курортне оздоровлення, культуру тощо); недостатня увага держави щодо вирішення проблем розвитку людини; значне скорочення бюджетного фінансування сфери нематеріального виробництва.

Для вирішення цих актуальних для економіки України проблем необхідна розробка та реалізація державної соціально-економічної політики щодо розвитку нематеріального сектора економіки України, основні напрямки підтримки якої повинні полягати в реорганізації науки та освіти, удосконаленні законодавчої бази та системи оподаткування, впровадженні заходів щодо державної підтримки галузей сфери нематеріального виробництва, створенні системи обміну науково-технічною інформацією, а також у відповідних інституційних перетвореннях.

Реалізація на практиці заходів щодо розвитку нематеріального сектора економіки сприятиме створенню значного виробничого та експортного потенціалу вітчизняних підприємств, покращенню рівня життя населення країни, що дозволить державі здійснювати поступову інтеграцію до постіндустріального світу.

Література: 1. Демидова Л. Сфера услуг в постиндустриальной экономике // Мировая экономика и международные отношения. — 1999. — №2. — С. 24 – 32. 2. Медведев В. А. Перед вызовами постиндустриализма: взгляд на прошлое, настоящее и будущее экономики России. — М.: Альпина Паблишер, 2003. — 440 с. 3. Селезнев А. 3. Нематериальное производство и экономический рост. — М.: Наука, 2001. — 264 с. 4. Україна за роки незалежності (1991 – 2003). — 5-е вид., переробл. та допов. — К.: Нора-Друк, 2003. — 560 с. 5. Україна у цифрах у 2003 році. Короткий статистичний довідник / Держкомстат України. — К.: Консультант, 2004. — 272 с.

УДК 330.131.7:336

Фурсова В. А.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ КАК СПОСОБ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ

In the article the necessity for commercial banks to change their views of the problem of risks is proved. The securitization of assets is one of the methods of risks management. There are two types of securitizations: classical and synthetic. The essence and opportunities of application the asset-backed securitization in commercial banks of Ukraine is revealed. The advantages and the basic problems of application the asset securitization in Ukraine are considered. The ways of decision these problems are also offered.

Усиление конкуренции на финансовом рынке Украины, увеличение потребностей предприятий во внешнем финансировании при одновременном ограничении капитала в банках, повышение кредитных рисков, трудности в привлечении заемщиков, проблемы с ликвидностью, давление со стороны регулирующих органов в пользу увеличения капитала, сокращение банковских доходов приводит к тому, что банки, для того чтобы выжить, вынуждены искать новые инструменты управления рисками. Широко распространенные в отечественной банковской практике такие способы управления, как диверсификация, лимитирование, страхование рисков, уже исчерпали свои возможности и не в состоянии защитить банки от рисков в постоянно изменяющихся условиях. Неэффективность данных способов управления подтверждает тот факт, что ежегодно из Государственного реестра исключается более 4,5% коммерческих банков от их общей численности (всего же из Государственного реестра за период функционирования банковской системы с 24.06.1992 г. по 01.01.2004 г. было исключено 107 банков), количество банков, которые находятся в стадии ликвидации, составляет не менее 11% (в 2001 г. этот показатель составлял 19,5%), количество банков, у которых прекращено или приостановлено действие лицензий на проведение отдельных банковских операций, достигает не менее 12,6% (на 01.01.2004 г. этот показатель составлял 30,7%) [1, 2]. Так, сумма убытков по банковской системе по итогам 2003 г. составила 72,5 млн. грн., или 8,8% от чистой прибыли, по итогам 2002 г. — 47,8 млн. грн., или 7%, не говоря уже о 2000 г., когда прибыли не было вообще, а убытки коммерческих банков составили 30 млн. грн. [3, 4, 5].

Повышенный уровень кредитных рисков проявляется в наличии проблемных кредитов в портфелях банков. Так, в 2000 г. доля сомнительных и просро-

ченных кредитов достигала 20,1% от кредитного портфеля. В последующие годы этот показатель значительно уменьшился и на 01.01.2004 г. составил 3,4% [2]. Такое снижение произошло в основном за счет выдачи краткосрочных кредитов, которые являются менее рискованными, чем долгосрочные. Все это еще раз подтверждает необходимость выработки новых методов управления банковскими рисками, одним из которых является секьюритизация активов, уже давно и успешно применяемая в большинстве развитых стран.

Сущность секьюритизации

Секьюритизация активов (asset-backed securitization — ABS) является одной из наиболее значительных финансовых инноваций XX-го века. Изначально появившись в США в конце 70-х годов, ABS сегодня широко распространена в Великобритании, Латинской Америке, Канаде, Европе и в странах Азиатско-Тихоокеанского региона и уже составляет один из ведущих секторов рынка капиталов с оборотом в миллиарды долларов. По данным Standard & Poor's, в 1996 г. рынок ABS в Европе оценивался в 76,9 млрд. долл. В 1999 г. цифра возросла до 143 млрд. долл. [6].

Традиционно под секьюритизацией понимают специальную финансовую технику, используя которую финансовые посредники (инвесторы, финансовые компании) получают возможность инвестировать в отдельные активы выбранной компании, не приобретая ее целиком [6]. Действительно, приобретая кредитные ноты, инвесторы получают доли в наиболее интересных банковских кредитах. Мы глубоко убеждены, что именно из таких кирпичиков — новых инструментов и новых возможностей — следует выстраивать здание банковской реформы.

С точки зрения управления рисками, секьюритизация — это процесс распределения риска путем сбора прав требования в пул и затем выпуска ценных бумаг, обеспеченных данным пулом. Результат секьюритизации активов воплощается в ценных бумагах, обеспеченных пулом. Этими ценными бумагами, согласно Downes and Goodman, являются "облигации или векселя, обеспеченные кредитными договорами либо иными причитающимися суммами..." [7].

Более точным является **определение ABS**, включающее как процесс, так и ее конечный продукт. Так, например, встречаются определения ABS как "продажи долей участия или долговых инструментов, воплощающих владельческий интерес или обеспеченных совокупным доходом от актива или пула активов, в сделке, особо структурированной с тем, чтобы уменьшить или перераспределить определенные риски, связанные с владением или финансированием под уступку отдельных активов, и тем самым увеличить рыночную стоимость такого интереса и сделать его более ликвидным по сравнению со стоимостью владельческого интереса по отношению к отдельным

активам или по сравнению со стоимостью требования по займам, обеспеченным отдельными активами" [8].

Существует еще одно **определение секьюритизации**, в наибольшей степени отражающее ее экономический смысл. Согласно Shapiro, секьюритизация — это трансформация неликвидных активов в ценные бумаги, обращаемые на вторичном рынке [9].

Таким образом, как мы уже успели заметить, определение секьюритизации зависит от цели, которую преследует ее участник. Для инициатора это привлечение средств, трансформация неликвидных активов, уменьшение или перераспределение определенных рисков, связанных с владением или финансированием под уступку отдельных активов. Для инвестора — это возможность инвестировать в отдельные активы (кредиты) выбранной компании (банка), не приобретая ее целиком. То есть, **секьюритизация** — это специальная финансовая техника, с помощью которой инициатор получает возможность трансформировать неликвидные активы в ценные бумаги, уменьшая тем самым или перераспределяя свои риски, связанные с данными активами, и получая при этом дополнительный источник финансирования, а инвестор — возможность инвестировать в отдельные активы выбранной компании на более выгодных условиях и с меньшим риском.

Существует два вида секьюритизации: *классическая и синтетическая*.

Для *классической, или традиционной, секьюритизации* характерна передача активов, под которыми понимаются права требований по предоставленным банком кредитам. При этом активы отделяются от основного бизнеса компаний путем их передачи на баланс SPV (Special Purpose Vehicle). Под этим термином понимается некое юрлицо, которое банк создает специально под эти цели. При этом эмитентом новых ценных бумаг является не сам банк, а именно SPV. В свою очередь, SPV передает активы в доверительное управление кредитной организации-оригинатора.

Классическая секьюритизация активов банков производится путем выпуска так называемых "обеспеченных долговых обязательств". Форрестер в своей монографии дает им следующую характеристику: "обеспеченные долговые обязательства (Collateralized Debt Obligations) и их более специфические разновидности — обеспеченные облигационные обязательства (Collateralized Bond Obligation — CBO) и обеспеченные заемные обязательства (Collateralized Loan Obligation — CLO) — являются примером успешного применения сложных техник секьюритизации, изначально разработанных в виде особых ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (Collateralized Mortgage-backed Securities — CMBS), которые применялись в ходе разрешения американского экономического кризиса 1980-х" [10].

При проведении *синтетической секьюритизации* активы остаются в банке, но происходит пере-

дача рисков инвесторам с помощью специфических секьюритизационных бумаг.

Отметим, что секьюритизации активов, как способу управления рисками, в отечественной литературе практически не уделяется внимания. В России этому вопросу уделяется гораздо больше внимания, можно выделить публикации В. Рудько-Силиванова [12], С. Амосова [13], А. Казакова [6], Е. Демушкиной [14], А. Богданова [15] и др., в которых рассмотрена сущность секьюритизации и возможности ее применения в российских банках. Только недавно в Украине стали появляться публикации, затрагивающие данную тему, например работа Шапран Н. [11]. Основным недостаток данных работ в том, что они являются узконаправленными и в качестве объекта секьюритизации рассматривают только ипотечные активы. Тем не менее, использование секьюритизации в коммерческих банках Украины имеет ряд преимуществ по сравнению с другими способами управления, и позволяет решить множество проблем.

Преимущества секьюритизации

Секьюритизация предоставляет банку огромное разнообразие методов управления рисками. Это великолепное бизнес-предложение для любого действующего в бизнес-схеме, поскольку эти предложения разнообразны, есть возможность выбора.

1. Банк. Во-первых, продавая ссуды, инициатор секьюритизации перекладывает риск (кредитный и процентный) на инвестора (расширится инструментарий банка по управлению кредитным риском).

Во-вторых, секьюритизация открывает банку новые возможности по управлению ликвидностью. На балансе банка ссудная задолженность замещается денежными средствами. Так, у обязательств многих украинских банков временная структура пассивов не соответствует срокам действия выданных кредитов. Банк придает кредитному портфелю большую ликвидность — черту, присущую ценным бумагам, и оптимизирует структуру портфеля.

В-третьих, банки, имея ограниченный капитал, который они могут предложить в качестве ссуды, с помощью секьюритизации могут снова и снова использовать этот капитал.

В-четвертых, в процессе продажи ссуд банки увеличивают комиссионное вознаграждение за экспертизу и надежность условий выдачи ссуд. Вдобавок, если они обслуживают ссуды и ценные бумаги, собирая процентные платежи и пересылая их инвесторам, они получают вознаграждение за услуги.

Наконец, в-пятых, если банки сталкиваются с балансовыми ограничениями в форме минимального процентного соотношения капитала и активов, это поможет им удалить активы из своих балансов (улучшается показатель достаточности капитала).

В-шестых, рейтинг выпущенных ценных бумаг может оказаться выше рейтинга банка, и их стои-

мость превысит ту, по которой банк мог бы разместить собственные ценные бумаги. То есть секьюритизация является эффективным (с точки зрения затрат) механизмом вложения в ценные бумаги, который может сохраняться таковым и в "тяжелые времена". К тому же на ценные бумаги, обеспеченные имуществом, кредитное качество которых даже выше бумаг организатора и которые грамотно структурированы, не оказывает влияния даже дефолт самого организатора.

Создание вторичного кредитного рынка можно рассматривать не только как инструмент перераспределения финансирования проектов от банков с ограниченной ликвидностью, но и широкой клиентской базой к банкам с избыточными ресурсами, а также как важнейший инструмент, способствующий скорейшей ликвидации банков-банкротов.

2. Преимущества для инвестора:

ясные, прозрачные инвестиции с высоким кредитным качеством, приносящие больший доход по сравнению с аналогичными государственными ценными бумагами;

секьюритизация может стать востребованным альтернативным источником долгосрочных и качественных инструментов инвестирования для украинских институциональных инвесторов. В частности, пенсионные фонды стремительно развиваются, им нужны долгосрочные и высококачественные активы, нередко в местной валюте.

3. Преимущества для заемщика:

поскольку у банков появляется возможность перераспределения кредитного риска по выдаваемым ссудам, условия кредитования заемщиков могут быть смягчены (снижение процентных ставок, менее жесткие требования к обеспечению и т. д.);

клиенты приобретают публичную кредитную историю, частично диверсифицируют пассивы.

4. Преимущества для экономики страны:

более эффективное распределение рисков по всему финансовому сектору; мобилизация фондов: основные транши ABS и MBS ясны и достаточно прозрачны, что для портфельных менеджеров, пенсионных фондов и других институциональных игроков на рынке означает снижение рисков при возможном инвестировании; удешевление и увеличение продолжительности кредитов для корпораций/компаний и других потребителей; создание рабочих мест для квалифицированных сотрудников: аналитиков по реструктуризации и размещению активов; бухгалтеров и аудиторов; советников по налогам и другим юридическим вопросам, управленческого персонала и т. д.

"Минусы" приватизации:

секьюритизация, как и реструктуризация, — процесс трудоемкий, требующий значительных затрат средств и времени;

секьюритизация является одним из способов привлечения капитала, а некоторые банки не нуждаются в улучшении ликвидности;

раскрытие кредитной истории и структуры портфеля требует большого желания и приложения значительных усилий.

В той мере, в какой секьюритизация повышает эффективность финансовых рынков, выигрывают обе стороны. Однако сама по себе передача риска не меняет дела: кто-то должен быть окончательным держателем риска. Кроме того, более высокий доход может быть обеспечен только за счет дополнительного риска. Поэтому обычно в сделке предусматриваются гарантии третьей стороны, которая несет весь риск или его часть.

Возможности применения секьюритизации в Украине, основные проблемы и пути их решения. У украинских корпораций соотношение привлеченного и собственного капитала очень низкое. До недавнего времени многим компаниям осуществить заем было практически невозможно. И хотя США, вероятно, являются примером страны с чрезмерным привлеченным капиталом, это, несомненно, пример того, как может развиваться экономика и как можно улучшить качество жизни своих граждан путем кредитования. В настоящее время в США неоплаченными остаются около 5,66 трлн. долл. (5,66 тыс. млрд.), выделенных в качестве кредитов под залог жилья, что составляет примерно 54% от ВВП США, равного 10,5 трлн. долл. [16]. Это было бы невозможным без секьюритизации, которая дает возможность банкам вновь пускать в оборот свой капитал. В Украине ВВП за 2002 г. составил 42,64 млрд. долл., из них — около 140 млн. евро приходилось на неоплаченные ипотечные кредиты, что составляет 0,4% ВВП [1]. Налицо большие возможности для роста.

В Украине есть много видов активов, которые готовы для секьюритизации. Наиболее привлекательными являются *закладные*. Закладные представляют собой один из финансовых активов, которые можно легко перевести в ценные бумаги из-за их однородности и высоких потенциальных свойств превращения в денежную наличность. В Украине увеличение доли закладных неминуемо отразится на состоянии реального сектора экономики. Закладные не являются просто нематериальными финансовыми активами. Каждый ипотечный кредит даст семье возможность повысить ее покупательную способность, улучшая уровень жизни (покупка дома, мебели, предметов обихода, товаров широкого потребления и т. д.). Такое повышение покупательной способности быстро отразится на экономике. В конечном итоге ипотечные кредиты и ценные бумаги, обеспеченные закладными, создают рабочие места, развивают экономику, увеличивают объем денежной массы в обращении.

Более того, по сути дела, для секьюритизации не требуется реальных активов. Можно трансформировать в ценные бумаги и будущую денежную наличность. Компания, которая обоснованно может рассчитывать на потоки денежной наличности в твердой

валюте, имеет возможность перевести будущие доходы в ценные бумаги. Это равноценно продаже дебиторской задолженности (факторингу) на форвардном рынке. Например, авиакомпания, которая продает билеты за валюту через свои коммерческие отделы и сеть агентов по всему миру, может продать специальной организации право на будущие доходы от продаж билетов. В свою очередь, организация выпустит долговые обязательства, которые из-за дисконта будут иметь избыточное обеспечение, а авиакомпания получит необходимый для работы капитал.

Основные проблемы процесса секьюритизации в Украине

Замедляют процесс следующие обстоятельства:

1. До недавнего времени в Украине фактически не существовало рынка корпоративных облигаций, не говоря уже о рынке структурированных продуктов. Это происходило, на взгляд автора, из-за того, что в стране не было ни институциональных, ни регулирующих органов так же, как и структур образовательных, которые призваны были бы поддерживать и стимулировать выпуск облигаций компаниями. Сложившаяся ситуация очень сильно повлияла на структуру банковских пассивов, ценные бумаги собственного долга занимают наименьший удельный вес в обязательствах коммерческих банков. Так, например, за период с 2000 до 2004 г. их удельный вес в пассивах составлял 1,5%, 2,1%, 1,2%, 1,4% и 0,9% соответственно [1].

2. Портфели активов в украинской валюте до сих пор незначительны, и практически секьюритизировать нечего! Кроме того, подавляющее большинство активов — краткосрочные (поддерживаются "на плаву" в основном за счет высоких процентов), что делает процесс секьюритизации менее привлекательным. Так, для размещения в узком кругу в США требуется пул активов минимум в 50 млн. долларов США, а для публичного размещения пакета ценных бумаг — минимум 100 млн. долларов [16]. Ограничителем являются юридические и инвестиционные издержки банка. В банковской системе Украины, например, на 01.01.2004 г. существует 37 банков (11 по состоянию на 01.10.2001), чьи активы превышают 100 млн. долларов, и ни один из остальных банков сам по себе не способен предложить на продажу столь большие пулы активов [3,17]. На коллективной же основе, создавая синдикаты или объединяясь как-либо иначе, малые банки могут скомбинировать свои ресурсы и выйти на рынок секьюритизации.

3. Активы в иностранной валюте секьюритизировать достаточно сложно, если только лицо, принявшее на себя обязательства, не получает естественную прибыль в иностранной валюте, как, например, крупнейшие экспортеры.

4. Право оборота. Под правом оборота подразумевается право покупателя на обращение к про-

давцу в случае, если какой-либо секьюритизованный актив не был погашен, вследствие чего последний стал ответственным за убытки. Но если такой оборот возможен, значит, актив не был окончательно вынесен за баланс, и его надо обеспечивать капиталом. Более того, когда оборот возможен, регулирующие органы требуют, чтобы секьюритизованные активы оставались в банковских книгах. В международной практике было немало попыток обойти эти ограничения.

5. Риск. С точки зрения инвестора, секьюритизованные активы, представляющие пулы займов, безопасней, чем традиционные продажи займов просто потому, что они диверсифицированы. Соединенные в пул активы представляют не одного или двух заемщиков, как при традиционной продаже займов, а нескольких должников. Чисто статистически объединение в пул ведет к снижению общего риска, а коэффициент непогашения для пула более предсказуем, чем для отдельных займов.

Отрицательная сторона объединения активов в пулы состоит в том, что покупатель не может оценить качества базовых кредитов, которых в пакете может быть сотня. Кроме того, если у покупателя нет времени и опыта для анализа кредитов, предоставление документации окажется дорогим удовольствием, как, впрочем, и бессмысленным.

6. Некоторое беспокойство также вызывает вопрос соответствия украинских налоговых норм процессу совершения сделок секьюритизации. Например, вопрос, связанный с налоговым законодательством: непонятно, подлежат ли активы, передаваемые продавцом спецурицу, налогообложению?

7. Одной из главных проблем в ходе создания в Украине эффективно работающих схем секьюритизации остается неразвитость украинского финансового законодательства. Секьюритизация имущества является комплексным феноменом, в рамках которого задействованы в том числе нормы гражданского, налогового законодательства, законодательства о банкротстве. В одних странах регулирование секьюритизации достигается при помощи целой совокупности актов соответствующих отраслей законодательства. В частности, в США основные положения о секьюритизации содержатся в Законе "О ценных бумагах" 1933 г., Законе "Об обороте ценных бумаг" 1934 г., Законе "Об инвестиционных компаниях" 1940 г., Единообразном торговом кодексе и Кодексе о банкротстве [18].

Большинство стран посвящают секьюритизации единый акт комплексного характера, который, как правило, так и называют: "закон о секьюритизации" (например, Чили, Тайвань, Италия, Филиппины). Такой подход имеет то преимущество, что инвесторам легко в этой ситуации разобраться с существующим в данной юрисдикции положением вещей.

И, наконец, к третьей группе стран можно отнести те, правовая инфраструктура для которых формируется за счет введения одного из элементов секьюритизации. Так, в Таиланде принят Закон "Об организациях, создаваемых для цели секьюритизации", аналогично этому в Южной Корее — Закон "О компаниях ипотечной секьюритизации". Не корпоративный, а ценнобумажный элемент секьюритизации отрегулирован в Латвии, где принят Закон "Об ипотечных облигациях" [18].

Статьей 195 Гражданского кодекса Украины закреплен принцип, согласно которому отнесение юридического документа к ценным бумагам должно осуществляться Законом Украины "О ценных бумагах и фондовой бирже" [19]. Именно по этому пути и пошел Закон. Точкой отсчета для регулирования секьюритизации ипотечных кредитов взята сама ипотечная ценная бумага. В 2003 г. были приняты Законы Украины "Об ипотеке" и "О кредитовании, операциях с консолидированным ипотечным долгом и ипотечных сертификатах" [20, 21]. С позиции системы гражданского законодательства решение это представляется удачным.

Перечисленные факты, естественно, удерживают многих потенциальных игроков на этом рынке от совершения сделок. Однако некоторые участники рынка верят, что секьюритизация может проводиться и в нынешних условиях. Лишь несколько банков в настоящее время проявляют инициативу и пытаются заниматься секьюритизацией на свой страх и риск, но затраты времени и средств на проведение первой секьюритизации очень высоки. Это также значительно сдерживает процесс.

Пути решения

Многие страны с точки зрения предмета секьюритизации проходят три этапа развития: *ипотечный*, *коммерческий* и *генеральный*. Как видим, мы находимся *на первом этапе*, хотя совершенно очевидно, что, воспользовавшись опытом зарубежных стран можно было бы уже сейчас, по крайней мере, заниматься созданием общего законодательства о секьюритизации.

Так, Закон Украины "О кредитовании, операциях с ипотечным долгом и ипотечных сертификатах" от 05.06.2003 г. описывает специальный вид секьюритизации — секьюритизацию ипотечных кредитов — и в этом смысле является первым шагом в создании целой отрасли законодательства о секьюритизации. Однако мы уже сейчас можем выделить некоторые **недостатки принятого закона**:

Во-первых, закон устанавливает жесткие требования к ипотечным кредитам, которые могут входить в состав ипотечного покрытия. Каждое требование к ипотечному покрытию уменьшает возможности секьюритизации, что, соответственно, сопряжено с удорожанием этой технологии, поскольку ее объемы могли бы привести к понижению стоимости услуг,

которые оказываются в ходе осуществления секьюритизации. Есть мнение, что секьюритизация имеет смысл, только если она будет работать как целая индустрия; только в этом случае она становится целесообразной. Принятый закон фактор снижения стоимости секьюритизации не берет во внимание.

Во-вторых, обеспечивая надежность ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) по их предмету (особого рода ипотечные кредиты), Закон необоснованно сужает возможности рефинансирования. Весь опыт зарубежных стран, который получен за последние 30 лет, со всей очевидностью свидетельствует о том, что секьюритизация, в том числе ипотечная, не является эксклюзивным методом рефинансирования (даром государства), это вполне нормальная и обычная техника уменьшения стоимости капитала на рынке. Кредит, обеспеченный ипотекой, и кредит, не имеющий такого обеспечения, для целей секьюритизации совершенно ничем не различаются.

В-третьих, закрепив в Законе черты германской (одноуровневой) модели секьюритизации банки получают все достоинства и недостатки, связанные с данной моделью. Банки получают возможность самостоятельно проводить эмиссию, что не несет проблем, связанных с банковской тайной, налогообложением и другим, возникающих при передаче кредитов. Для инвесторов основным недостатком является увеличение транзакционных издержек — издержек по сбору информации о предшествовавшем исполнении обязательств таким эмитентом, положению дел по другим выпускам облигаций в обращении, о предстоящих выпусках и прочее. Когда речь идет об SPV, необходимость в получении и исследовании такой информации просто отсутствует, поскольку организация является только что созданной, она посвящена лишь одному конкретному выпуску облигаций и никаких выпусков в будущем не предполагается. Как следствие, информационные издержки и операционные риски здесь сведены к минимуму, секьюритизация будет осуществлена в таком случае наиболее эффективным образом.

В-четвертых, отсутствует внешняя кредитная поддержка: а) услуги по страховке непрерывности процентных платежей ИЦБ украинскими страховщиками пока не предоставляются. С появлением статистических данных о дефолтах и досрочных погашениях по ипотечным кредитам такой сервис может стать экономически оправданным как с точки зрения страховщика, так и с точки зрения эмитента ИЦБ; б) дополнительные гарантии и/или страховки, обычно предоставляемые специализированными страховыми компаниями (financial assurance company), как и государственная поддержка, отсутствуют; в) гарантии сторонних организаций не предоставляются.

В Украине очень немного организаций с высоким кредитным рейтингом, чьи гарантии могли бы повысить, а не понизить рейтинг ИЦБ (при наличии

нескольких участников в транзакции, в общем случае, рейтинг определяется по принципу слабого звена, то есть рейтинг ИЦБ будет не выше самого низкого рейтинга среди участников транзакции), соответственно, невелик и общий объем гарантий, которые эти организации могут предоставить. Такая форма внутренней кредитной поддержки как формирование специального резервного фонда из поступлений от секьюритизированных активов, экономически не выгодно с точки зрения налогов.

В-пятых, низкий кредитный рейтинг ИЦБ. В Законе разрешено выпускать ипотечные облигации любому финансовому учреждению. В этом случае кредитный рейтинг таких ИЦБ не будет превышать кредитного рейтинга банка-эмитента. Как известно, подавляющее большинство украинских коммерческих банков имеют рейтинг CCC по шкале S&P. Большинство западных институциональных инвесторов такие ИЦБ никогда не купят просто потому, что им по уставу запрещено инвестировать в бумаги ниже инвестиционного уровня (BBB по шкале S&P). Украинским институциональным инвесторам это не запрещено, но с трудом верится, что они будут покупать ИЦБ с таким низким кредитным рейтингом.

Положительным моментом для проведения секьюритизации являются объемы проведения сделок, которые по сравнению с требованиями, предъявляемыми зарубежными банками, не значительны. Так, в соответствии с Законом в консолидированный ипотечный долг включаются обязательства не менее трех должников, а его сумма должна быть не менее 200 тысяч евро, минимальный объем выпуска сертификатов должен быть не менее 100 тыс. евро [21].

Что касается права оборота, то в Законе Украины "Об ипотеке" от 05.06.2003 г. в ст. 26 отмечено, что индоссант в случае передачи путем индоссамента (продажи) закладной не отвечает за исполнение ипотекодателем или должником, если он является отличным от ипотекодателя, требований по закладной, если иное не предусмотрено условиями индоссамента. В отношении ипотечных ценных бумаг Законом Украины "О кредитовании, операциях с консолидированным ипотечным долгом и ипотечные сертификаты" от 19.06.2003 г. обеспечены права владельцев таких ценных бумаг (см. ст. 23., ст. 24, ст. 42 настоящего Закона) преимущественно перед другими кредиторами в случае неисполнения эмитентом взятых на себя обязательств [21].

Таким образом, можно сделать вывод, что при комплексном подходе к задаче секьюритизации в рамках украинского права первоочередного разрешения требуют следующие вопросы:

расширение перечня банковских операций (введение понятия секьюритизации) и легитимизация деятельности банков по выпуску ценных бумаг, удостоверяющих права в отношении секьюритизируемых активов;

возможность передачи прав требования по кредитным договорам (не только ипотечным) широкому кругу сторонних инвесторов (владельцев ценных бумаг) при сохранении за кредитной организацией обязанностей по обслуживанию кредита (управлению кредитом);

расширение понятия договора займа и возможность определения на его основе нового вида смешанного договора — "заема с условием" — при одновременном расширении понятия "облигация". Заклячая договор об участии в кредитном риске, банк, открывший кредит украинскому предприятию, имеет возможность передать третьему лицу права на долю в исходном кредите, а также часть рисков, связанных с его возможным невозвратом. Более того, такой договор может быть оформлен ценной бумагой, которая в последующем будет торговаться на фондовом рынке. В результате у банков появится уникальная возможность "разрезать" большие и рискованные кредиты на множество мелких частей и продать их по отдельности сторонним инвесторам;

возможность определения в Гражданском кодексе Украины и/или банковском законодательстве новых видов договорных обязательств, а также закрепления заключенных в них прав ценными бумагами;

классификация и законодательная дефиниция конструируемых видов ценных бумаг;

рассмотрение проблем, связанных с банкротством эмитента таких ценных бумаг, и подготовка поправок в соответствующие законы и нормативные акты. Эти изменения должны быть направлены на обеспечение прав владельцев ценных бумаг, права которых тем или иным образом связаны с исполнением обязательств по кредитам несостоятельной кредитной организации, как это уже сделано в отношении ипотечных ценных бумаг;

оптимизация налогообложения операций и транзакций, проводимых в процессе секьюритизации, решение проблем налоговых последствий для эмитента, как в общих вопросах, так и в части, касающихся расходов на организацию выпуска облигаций (подготовка проспекта эмиссии, юридические услуги и т. д.), которые принимаются к вычету при исчислении налога на прибыль, определение, как будет происходить налогообложение в случае выпуска облигаций через специальную компанию, порядок налогового учета премии, возникающей при размещении облигаций по цене выше номинала.

Украине, несомненно, есть, что взять от процесса секьюритизации, но сможет ли она справиться с секьюритизацией? Ответ на этот вопрос не вызывает сомнений. Этот процесс может стать мощным стимулом экономического прогресса: импульс к развитию получают такие секторы экономики, как банковское дело, жилищное и промышленное строительство, автомобильная промышленность и рынок потребительских товаров, что в будущем может

уменьшить чрезмерную зависимость Украины от отраслей, занимающихся разработкой естественных ресурсов. Секьюритизация может снизить стоимость заимствований для Украины и крупнейших украинских компаний, а также способствовать появлению менее рискованных капиталовложений для пенсионных фондов и страховых компаний. К сожалению, на пути к полной и открытой секьюритизации находятся много юридических, налоговых и нормативных препятствий, однако при взаимодействии с соответствующими органами власти эти препятствия могут быть устранены. Секьюритизация активов имеет все шансы стать важным элементом банковской технологии в начале 21 века.

Литература: 1. Бюлетень НБУ. — 2003. — №1 — 12. — 2004. — №1 — 10. На сайте: http://www.bank.gov.ua/Of_vydan/Buleten/buleten.htm 2. Основні показники діяльності банків України на 1 серпня // Вісник НБУ. — 2004. — №9. — С. 70. 3. Фінансові результати діяльності банків України за станом на 01.01.2004 р. // Вісник НБУ. — 2004. — №3. — С. 60 — 64. 4. Фінансові результати діяльності банків України за станом на 01.01.2003 р. // Вісник НБУ. — 2003. — №3. — С. 36 — 40. 5. Підсумки діяльності комерційних банків України за 2000 р. // Вісник НБУ. — 2001. — №3. — С. 2 — 7. 6. Казаков А. Секьюритизация активов банка // <http://www.kollegi.ru/iss/t2/n3/18.htm> 7. Downes and Goodman. Dictionary of Finance and Investment Terms. — 5-th ed., Barron education series, 1998. — 590 p. 8. Xin Zhang. Trends and Developments in Cross-border Securitisation. Part I: Legal Structures and Analysis, Battenworths // Journal of International Banking and Financial Law. — 2000. — №7a. — P. 269 — 278. 9. Shapiro, J. Innovation in financial services. Case study: Asset-backed Securitization. MIT Industrial performance center, 1999. — 105 p. 10. Forrester P. J. Project Finance CDOs: What? Why? Now? 2001. — March. // <http://www.securitization.net/search/index.asp?txtsearch=Forrester>. 11. Шапран Н. Кредитні деривативи / Н. Шапран, В. Шапран В. // Цінні папери України. — 2003. — №20. — С.13 — 15. 12. Рудько-Силиванов В. Кредитні деривативи як механізм управління ризиком при взаємодії банківського і реального секторів економіки / В. Рудько-Силиванов, А. Афанасьєв, К. Лапіна // Ринок цінних бумаг. — 2002. — №4. — С. 34 — 36. 13. Амосов С. Кредитні деривативи в операціях хеджування / С. Амосов, Л. Гаврилова // <http://www.hedging.ru/publications/class-topic/article/> 14. Демущина Е. Определение правового статуса ипотечной ценной бумаги // РІЦБ. — 2003. — №24. — С.11-15, 2004. — №1. — С.18 — 22. 15. Богданов А. О. Секьюритизация активов банками / А. Богданов, М. Суханов // Банковские технологии. — 2002. — №10. — С. 18 — 20. 16. Тарачев В. А. Законодательные проблемы секьюритизации // Оперативное управление и стратегический менеджмент в коммерческом банке. — 2003. — №1. — С. 5. 17. Підсумки діяльності комерційних банків України за 2001 р. // Вісник НБУ. — 2002. — №3. — С. 9 — 16. 18. Туктаров Ю. Место института ипотечных ценных бумаг в системе законодательства // Коллегия. — 2002. — №9. — Т. 2. — С. 32. 19. Гражданский кодекс Украины (с изменениями и дополнениями по состоянию на 1 сентября 2003 года). — Харьков: ООО "Одиссей", 2003. — 432 с. 20. Закон України "Про іпотеку", Постанова ВР №898-IV від 05.06.2003. // <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=898%2D%15&p=1> 21. Закон України "Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати" Постанова ВР №979-IV від 19.06.2003 // ВВР. — 2004. — №1. — Ст. 1.