

DOI 10.32782/2786-8559/2024-4-7  
УДК 336.761:005.334](477)

**Бур'янов Валентин Олександрович**

аспірант кафедри корпоративних фінансів та контролінгу,  
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана  
ORCID: <https://orcid.org/0009-0009-2331-7442>

**Куліш Ганна Петрівна**

кандидат економічних наук,  
професор кафедри корпоративних фінансів та контролінгу,  
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6189-9927>

**Круш Вікторія Володимирівна**

старший викладач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу,  
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6704-9376>

## **СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ: СУТНІСТЬ, КЛАСИФІКАЦІЯ ТА АКТУАЛЬНІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ В УКРАЇНІ**

*Мета дослідження полягає у критичному огляді, узагальненні та класифікації різних підходів щодо використання сек'юритизації для їхньої подальшої імплементації в Україні у рамках повоєнного відновлення економіки та інфраструктури. Розглянуто основні етапи впровадження і розвитку сек'юритизації активів. Проаналізовано і визначено основні типи сек'юритизації, представлено їх класифікацію. Обґрунтовано, що саме сек'юритизація сприяє прогресивному розвитку фінансового ринку завдяки зниженню ризиків та обумовлює підвищення ефективності використання капіталу в процесі його перерозподілу та залучення інвестицій через посередницькі компанії. Розкрито основні принципи процесів сек'юритизації, описано різні типи сек'юритизованих інструментів та оцінюється їх застосовність та значущість для економічного середовища України. Аналіз підкреслює потенційні переваги сек'юритизації в диверсифікації джерел фінансування, покращенні ліквідності та полегшенні управління ризиками, а також досліджує регуляторні, ринкові та інфраструктурні передумови для її ефективної реалізації в Україні. Доведено, що сек'юритизація є гнучким та ефективним механізмом для залучення капіталу та зниження ризиків, який давно використовується у фінансовій практиці іноземних країн. Впровадження механізму сек'юритизації дозволить українським бізнесам залучати необхідне фінансування, контролюючи будь-який грошовий потік, який проявляє ознаки стабільності. Для інвесторів сек'юритизація є привабливою через передбачуваність грошових надходжень завдяки стандартизації активів, що включені до пулу активів. Дослідження фінансової діяльності у корпоративному секторі вказує на те, що сек'юритизація є перспективним фінансовим інструментом для України, особливо в контексті післявоєнної реконструкції, фінансування військово-промислового комплексу та залучення інвестицій у цивільні підприємства. Впровадження сек'юритизації може залучити великі фінансові ресурси, пропонуючи надійний механізм для економічного оживлення та інвестицій у публічні та приватні сектори.*

**Ключові слова:** корпоративні фінанси, сек'юритизація, класична сек'юритизація, синтетична сек'юритизація, структуроване фінансування, фінансові активи, іпотечні кредити, сек'юритизація майбутніх грошових потоків, компанія спеціального призначення, фінансові ризики, емісія цінних паперів.

**Valentyn Burianov, Ganna Kulish, Victoria Krush**

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

## **SECURITIZATION: ESSENCE, CLASSIFICATION, AND RELEVANCE OF USE IN UKRAINE**

*The research aims to critically review, summarize, and classify various approaches to using securitization for further implementation in Ukraine within the framework of post-war economic and infrastructure recovery. It examines the main stages of securitization of assets' introduction and development, analyzes and identifies the main types of securitization, and presents their classification. It is argued that securitization contributes to the progressive development of the financial market by reducing risks and increasing the*

*efficiency of capital use in its redistribution and attracting investments through intermediary companies. It elucidates the core principles underlying securitization processes, distinguish between various types of securitized instruments, and assess their applicability and significance for Ukraine's economic environment. The analysis underscores the potential benefits of securitization in diversifying funding sources, enhancing liquidity, and facilitating risk management, while also examining the regulatory, market, and infrastructural prerequisites for its effective implementation in Ukraine. It has been proven that securitization is a flexible and effective mechanism for attracting capital and hedging risks, which has long been and successfully used in the financial practice of foreign countries. The implementation of the securitization mechanism will enable Ukrainian businesses to attract the necessary financing by controlling any cash flow that exhibits signs of stability. For investors, securitization is appealing due to the predictability of cash inflows, thanks to the standardization of assets included in the asset pool. Research into financial activities in the corporate sector indicates that securitization is a promising financial instrument for Ukraine, especially in the context of post-war reconstruction, financing the military-industrial complex, and attracting investments into civilian enterprises. The implementation of securitization can mobilize significant financial resources, offering a reliable mechanism for economic revitalization and investments in both public and private sectors.*

**Keywords:** corporate finance, securitization, traditional securitization, synthetic securitization, structured financing, financial assets, mortgage loans, securitization of future cash flows, special purpose vehicle, financial risks, securities issuance.

**Вступ.** День перемоги Україна зустріне зі зруйнованою економікою та понівеченою інфраструктурою. Згідно актуалізованого звіту Світового банку, станом на 31 грудня 2023 потреби України у відновленні становлять понад 486 мільярдів доларів [1]. Міжнародні партнери України вже виявили бажання допомогти країні у відновленні, розробляючи плани, формуючи фонди, проте усі їхні зусилля будуть марними без реформування внутрішнього законодавства згідно міжнародних стандартів, дерегуляції економіки та зміни корпоративної культури. Відновлення української економіки передбачає використання фінансових інструментів та механізмів, які використовуються у країнах з розвиненим ринком капіталу, але не знайшли належного застосування в Україні. Міжнародна допомога є можливою за умов прозорого та зрозумілого механізму інвестування в нашу економіку. Таким механізмом є сек'юритизація активів – дієвий метод хеджування ризиків та залучення інвестицій, що з 1980-х років ефективно використовуються в Великобританії та США [2].

Враховуючи, що Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку прийняла Концепцію запровадження законодавчої бази щодо облігацій з покриттям та сек'юритизації [3] в Україні, а її розробники визнають необхідність застосування сек'юритизації у післявоєнному відновленні, можливо очікувати впровадження в нашій країні зазначеного механізму в найближчі роки. На нашу думку, відправною точкою для формування пулів іпотечних активів для емісії цінних паперів забезпечених іпотечними кредитами (MBS) може бути урядова програма пільгової іпотеки «Є оселя».

Однак, сек'юритизація – це складний, багатогранний механізм, який має велику кількість способів застосування, залежно від мети і можливостей її ініціатора, відтак, спочатку потрібно вивчити його суть, види та можливості, щоб бути спроможними ефективно використовувати

його на практиці. У цій публікації ми визначимо суть вказаного механізму та класифікуємо види сек'юритизації залежно від особливостей та цілей її застосування.

**Матеріали та методи.** Суть та теоретико-методогічні аспекти застосування різних видів сек'юритизації висвітлено у роботах Х. Бера, Е. Мехтієва, Дж. Барта, Дж. Чена. Особливості застосування синтетичної сек'юритизації досліджували А. Деліворіас, Л. Хамільтон, К. Доті, К. Хітсельбергер та інші. Специфіку та практичне впровадження сек'юритизації всього бізнесу висвітлено у роботах Д. Вінка, Дж. Ярета, Дж. Квізенберрі. Проте, окрему увагу необхідно приділити структуруванню різних типів сек'юритизації, та їх класифікації з подальшим визначенням можливостей їх використання в Україні.

**Мета дослідження** полягає у критичному огляді, узагальненні та класифікації різних підходів щодо використання сек'юритизації для їхньої подальшої імплементації в Україні у рамках повного відновлення економіки та інфраструктури.

**Результати.** Віддаючи увагу науковим працям учених, які досліджували питання сек'юритизації, слід вказати на відсутність єдиного тлумачення даного поняття. Більшість фахівців поєднують в думці, що сек'юритизація є структурованим фінансуванням, при якому різні фінансові активи передаються Компанії спеціального призначення, яка в свою чергу, випускає цінні папери, забезпечені переданими активами та очікуваними платежами по них. Фінансові інструменти, які використовуються в цьому процесі можуть бути доволі різноманітними: акції, облігації з покриттям, кредитні деривативи, боргові ноти та інші.

Іноді сек'юритизацію розглядають як фінансування або рефінансування прибуткових активів шляхом випуску облігацій або інших цінних паперів, що наділяє їх комерційними ознаками.

Таким чином, сек'юритизація – це фінансовий процес, який включає об'єднання різних типів майбутніх грошових потоків активів, таких як позики, іпотечні кредити, тощо і перетворення їх в ліквідні цінні папери. Потім емітовані цінні папери продаються інвесторам на ринках капіталу.

Проведений аналіз дозволяє виокремити основні етапи впровадження і розвитку сек'юритизації: іпотечні цінні папери (Mortgage Backed Securities – MBS), сек'юритизація фінансових активів (Asset Backed Securities – ABS), сек'юритизація майбутніх грошових потоків (Future Sec Securitization – FFS).

Перший випадок сучасної сек'юритизації відбувся ще у 1970 в США. У цей час підросло покоління американців, що народилися у період післявоєнного «бебі-бума», які потребували власне житло. Будівництво нових районів та розбудова нещодавно малих містечок у великі міста потребує значного капіталу і часу для його накопичення, а «бумери» вимагали житло вже сьогодні. Тож постало питання: як перетворити гроші майбутнього у гроші теперішні? У більшості випадків, продаж житла відбувався шляхом видачі іпотечного кредиту, виплати по якому стабільні та передбачувані. Тож, Департамент житлового будівництва та урбаністики США випустив боргові цінні папери, виплати за якими забезпечувалися майбутніми надходженнями від іпотеки. Таким чином, ініціатор отримав капітал сьогодні, а інвестори сек'юритизованих цінних паперів – гарантовані виплати протягом років. У результаті, будівництво здійснювалося завдяки продажу боргових цінних паперів, виплати за якими здійснювалися з надходжень по іпотечним платежам від продажу об'єктів цього будівництва.

Широкого використання і вдосконалення процесу сек'юритизації набув у 80-ті роки, у часи рейганоміки та тетчеризму. Великобританія та США були послідовні у своїй політиці економічного лібералізму, що сприяло збагаченню громадян. Економіка зростала, суспільний оптимізм міцнішав, громадяни активно брали іпотечні кредити, автокредити, кредити на бізнес, тощо; корпорації мали стабільний, зростаючий прибуток, а інвестори – вкладали гроші у довгострокові фінансові інструменти. Це були ідеальні умови для розвитку фінансових ринків. Кредитори почали сек'юритизувати будь-які майбутні грошові потоки, які можна було спрогнозувати. Оскільки накопичення і розподіл капіталу відбувалися масштабно і швидко, зростали й ризики банкрутства первинного кредитора. Постало нове питання: як убезпечити сек'юритизовані цінні папери від ризиків первинного кредитора? Необхідно відокремити грошові потоки за кредитами. Відтак, у схемі традиційної сек'юритизації з'явився новий суб'єкт – компанія спеціального

призначення. Це незалежна від первинного кредитора юридична особа на балансі якої зберігаються боргові активи (кредити) та акумулюються надходження за ними.

На сьогодні, механізм сек'юритизації широко застосовується у країнах з розвиненим ринком капіталів, зокрема у Сполученому Королівстві та США. За даними аналітичної асоціації з ринку капіталів SIFMA [4], у США з 1985 по 2021, загальна капіталізація цінних паперів, забезпечених майбутніми грошовими потоками (ABS), зросла з 1,3 мільйонів доларів у 1985 до 581 мільярдів доларів у 2021 (збільшення на 44 273%). Загальна вартість цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами (MBS), сягнула 4,58 трильйони доларів (станом на 2021) [4]. Ці дані свідчать про те, що незважаючи на світові економічні кризи, революцію фінтеху, зміни у монетарній політиці, механізм сек'юритизації залишається найбільш ефективним і надійним способом залучення інвестицій.

Застосування механізму сек'юритизації передбачає наявність передбачуваних майбутніх грошові потоки. Так, іпотечні кредити мають чіткий графік виплат за ними, відтак грошові потоки можна легко спрогнозувати і сек'юритизувати. Це пояснює ситуацію, коли саме іпотека найчастіше виступає сек'юритизованим активом. Проте, нею не обмежується. У 1997 році культовий британський митець Девід Боуї сек'юритизував майбутні надходження від продажу своїх музикальних альбомів і випустив іменні 10-ти річні облігації, виплати за якими генерувало роялті [5]. Інакше кажучи, сек'юритизувати можна будь-які стабільні грошові потоки – від автокредитів і кредитів на бізнес до продажів медикаментів та виручки закладів швидкого харчування.

Існують різні схеми сек'юритизації.

**Базова схема.** Оригінатор або первинний кредитор, який володіє правом вимоги за позиками, іпотечними кредитами або дебіторською заборгованістю, обирає активи, як він не хоче тримати на власному балансі, ці активи утворюють референтний портфель і передає його компанії спеціального призначення (SPV) формує схожі за характеристиками активи у пули та емітує цінні папери, які купують інвестори. Грошові потоки від базових активів акумулюються на компанії спеціального призначення і розподіляються нею між власниками цінних паперів. Управління компанією спеціального призначення та обслуговування зобов'язань за активами референтного портфеля здійснюється оригінатором або іншим залученим професійним учасником ринку капіталів.

Залежно від мети, що переслідує оригінатор та способу передачі ризику, наразі ми можемо класифікувати класичну і синтетичну сек'юритизації.

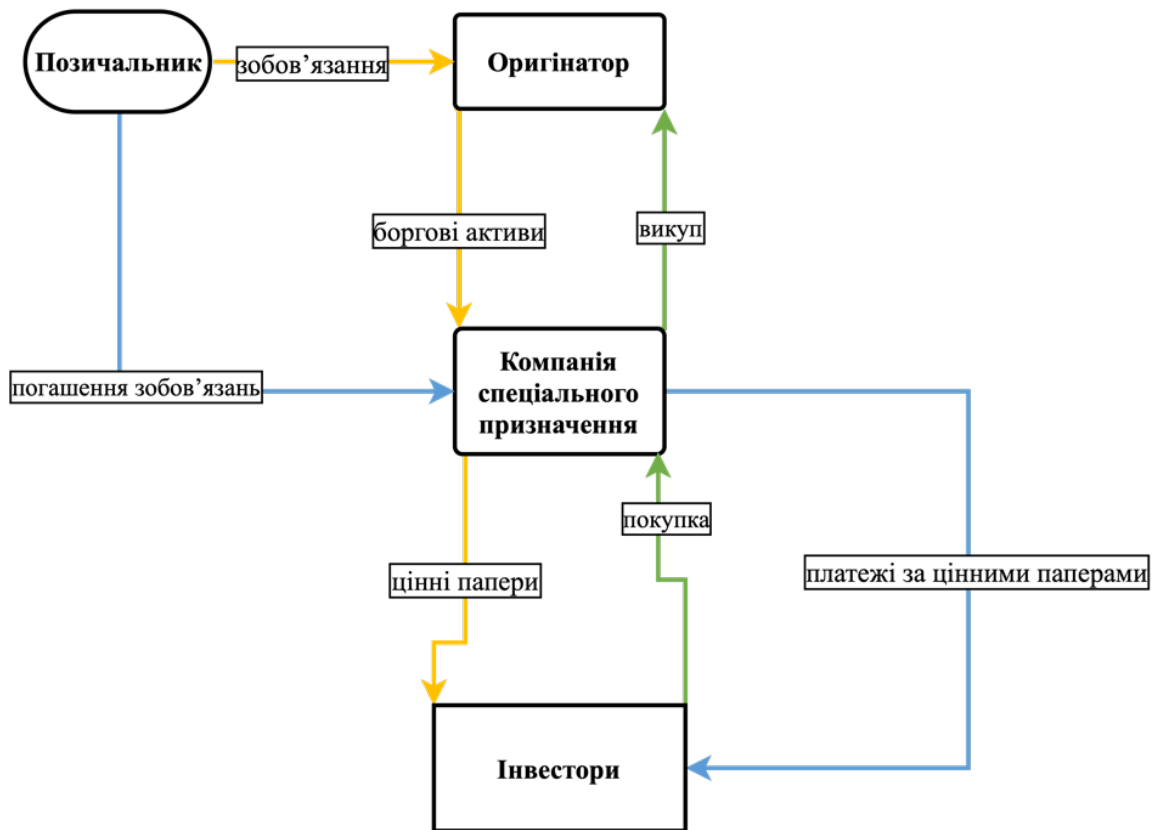


Рисунок 1 – Базова схема сек'юритизації

Джерело: складено автором на основі [6–10]

**Класична сек'юритизація**, яку часто називають сек'юритизацією «справжнього продажу» (true sale securitization), є традиційним і простим методом фінансування заборгованості. Справжній продаж (true sale) означає, що боргові активи (позики або дебіторська заборгованість) вилучаються з балансу ініціатора (первинного кредитора) і передаються у власність компанії спеціального призначення (Special purpose vehicle – SPV). SPV фінансує покупку зазначених активів шляхом емісії цінних паперів, забезпечених цими активами.

Характерною ознакою класичної сек'юритизації є наявність забезпечення. SPV здійснює емісію цінних паперів, які забезпечуються пулом активів, відокремленого від первинного кредитора, а отже, не піддається його кредитному ризику. Тобто, інвестори захищені від банкрутства оригізатора сек'юритизації. До того ж, оскільки боргові активи сепаровані від первинного позичальника, то на них не розповсюджуються кредитний рейтинг останнього. Рейтингові компанії присвоюють рейтинг окремому проспекту емісії цінних паперів, відповідно до ризиків базового пулу активів.

Оскільки базовий пул активів повністю передається на баланс компанії спеціального призначення, то це передбачає сепарацію грошових

потоків від ініціатора. Інакше кажучи, вхідний грошовий потік від переданих боргових активів акумулюється і розподіляється компанією спеціального призначення (SPV).

**Синтетична сек'юритизація** є більш складним і непрямим методом передачі ризику – оригізатор не продає активи, а зберігає їх на своєму балансі. Натомість він використовує кредитні деривативи, як правило, укладення кредитних дефолтних свопів з третьою стороною – хедж фондом чи іншим інституційним інвестором. У кредитних деривативах визначаються умови, згідно з якими продавець захисту (хеджер) погоджується виплатити компенсацію покупцеві захисту (оригізатору або SPV) у разі певних кредитних подій, таких як дефолт позичальника, реструктуризація зобов'язань чи інша кредитна подія або зниження кредитного рейтингу базових активів.

Однією з основних причин застосування синтетичної сек'юритизації є оптимізація регулятивного капіталу. Позаяк ризику за борговими активами передаються третій стороні, оригізатор має можливість зменшити кількість регулятивного капіталу, звільняючи його для інших цілей, що зумовить збільшення ефективності використання капіталу.

Застосування синтетичної сек'юритизації можливе як зі створенням SPV, так і без неї. У пер-

шому випадку, кредитний ризик передається компанії спеціального призначення, а вона, у свою чергу, укладає кредитні деривативні контракти або випускає та продає кредитні цінні папери. Тобто, відбувається управління кредитним ризиком із використанням фінансових інструментів. За відсутності SPV, оригінатор передає кредитний ризик одразу продавцю захисту за кредитним деривативом.

### Порівняння класичної та синтетичної сек'юритизації.

Основною метою класичної сек'юритизації є перетворення неліквідних боргових активів у ліквідні цінні папери з метою отримання фінансування за рахунок майбутніх грошових потоків, у той час як синтетична сек'юритизація ставить за мету хеджування конкретних ризиків, що можуть вплинути на діяльність оригінатора.

Класична сек'юритизація передбачає відокремлення референтного пулу активів від оригінатора і забезпечує пряму передачу ризиків за визначеними активами, такими як іпотечні кредити, автокредити, майбутні роялті. Тобто, при класичній сек'юритизації відбувається передача ризику за конкретними активами. Синтетична сек'юритизація ж має більше ширше застосування і фокусується на конкретних ризиках, а не активах і може застосуватися для захисту від будь-якої кредитної події, пов'язаної чи не пов'язаної з покупцем захисту.

На практиці класична сек'юритизація може розширюватися і доповнюватися кредитними деривативами. Це робиться з метою зменшення кредитного ризику та збільшення інвестиційної привабливості цінних паперів, забезпечених пулом активів. Оригінатор передає активи компанії спеціального призначення, яка спочатку купує захист від дефолту за цими активами, шляхом укладення кредитних дефолтних свопів з третьою особою (хеджером), а вже потім здійснює емісію цінних паперів. Оскільки за даних умов, хеджер бере на себе кредитні ризики за базовим пулом активів, то це обумовлює підвищення інвестиційного рейтингу емітованих SPV цінних

паперів, а отже, зменшення процентної ставки за ними. Зазначений механізм є ефективним і розповсюдженим на розвинених фінансових ринках, дозволяє розподіляти дохідність та ризики між учасниками відповідно до їхньої інвестиційної стратегії: продавцями кредитного захисту, як правило, виступає хедж фонди або банки, що можуть професійно оцінити свої ризики, інвесторами у високоякісні цінні папери – пенсійний фонд та інші інституційні інвестори, що не готові інвестувати у ризикові активи. За таких умов, класична сек'юритизація виконує обидві функції – хеджування ризику та отримання фінансування, однак усі дії стосуються лише визначеного пулу активів.

Класична та синтетична сек'юритизація є двома ефективними підходами до управління ризиками та залучення інвестицій (табл. 1). Вибір між цими методами залежить від конкретних цілей, типів активів і нормативних обмежень.

На практиці використовують різні типи MBS: pass – through інструменти та забезпечені заставами облигації (Collateralized Mortgage Obligation – CMO), які класифікуються як інструменти pass – through.

**Тип платіжної структури.** За типом платіжної структури (можливості SPV розпоряджатися грошовими потоками) розрізняють прохідну (pass-through) та керовану сек'юритизації.

При **прохідній (pass-through)** сек'юритизації компанія спеціального призначення виконує роль транзакційного посередника між боржниками за переданими їй позиками та інвесторами сек'юритизованих цінних паперів: SPV збирає щомісячні платежі по базовому пулу боргових активів, вираховує свій відсоток за обслуговування та перераховує інвесторам купонні платежі (рис. 2). Таким чином, відбувається прохід грошового потоку від боржників до інвесторів через компанію спеціального призначення.

**Керована сек'юритизація** передбачає наявність часового проміжку між отриманням SPV платежів за переданими їй позиками та погашенням цінних паперів інвесторів (рис. 3). Зазвичай, така форма сек'юритизації виникає, коли SPV

Таблиця 1 – Порівняння класичної і синтетичної сек'юритизації

Ознака	Класична сек'юритизація	Синтетична сек'юритизація
Мета	Залучення інвестицій	Хеджування ризику / оптимізація капіталу
Продаж активів	Відбувається	Не відбувається
Фінансові інструменти	Боргові цінні папери	Кредитні деривативи
Створення SPV	Обов'язково	Не обов'язково
Право власності на активи	SPV	Оригінатор
Ризик, що передається	Ризик за пулом активів	Корпоративний ризик
Прибуток інвестора	Базується на доходах від визначеного пула активів	Є попередньо узгодженою премією за кредитний ризик

Джерело: складено автором на основі [6–10]

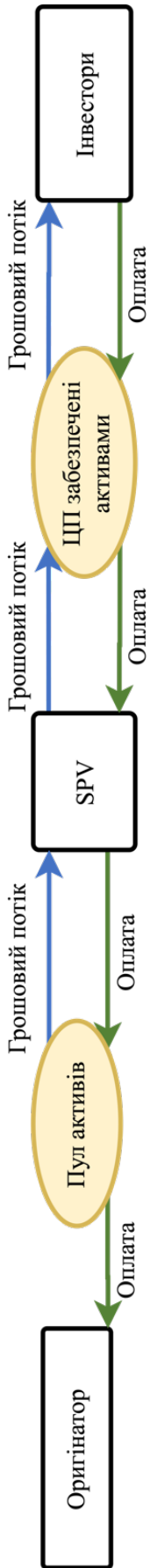


Рисунок 2 – Пройхідна (pay-through) сек'юритизація

Джерело: складено автором на основі [6–10]

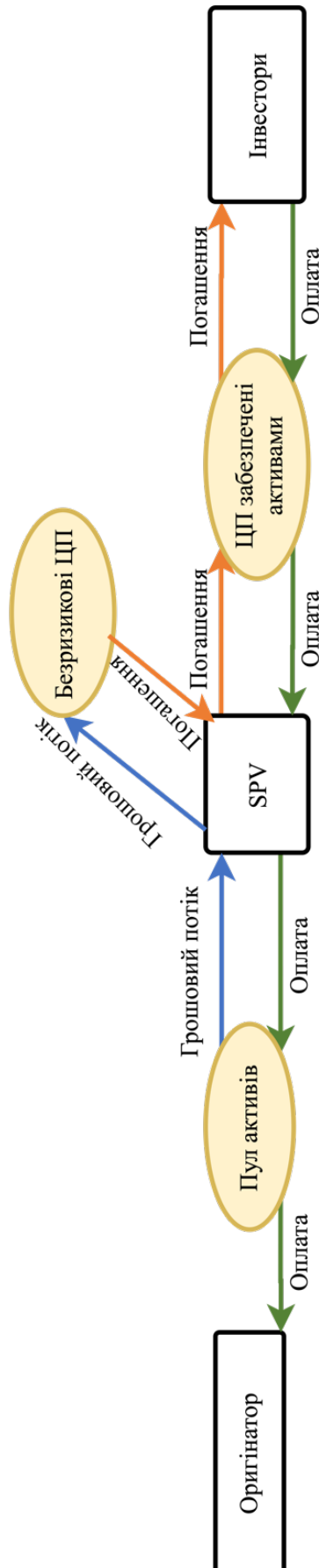


Рисунок 3 – Керована сек'юритизація

Джерело: складено автором на основі [6–10; 12; 13]

емітує без купонні боргові цінні папери. Відтак, SPV отримує можливість реінвестувати отримувані кошти в інші боргові цінні папери високої інвестиційної якості, найчастіше – ОВДП.

**За типом активів.** За особливостями пула сек'юритизованих активів, розрізняють сек'юритизацію існуючих прав вимоги і сек'юритизацію майбутніх грошових потоків (Future Flow Securitization – FFS).

**Сек'юритизацію існуючих прав вимоги** здійснюється з борговими активами, що мають фіксовану дату і суму оплати по ним. SPV випускає цінні папери, що забезпечені вже сформованими зобов'язаннями, такими як іпотечні кредити, автокредити, овердрафт тощо. Головною властивістю таких активів є те, що грошовий потік за ними є повністю прогнозованим і обумовлений лише кредитним ризиком первинного боржника.

Пізніше, коли ринок зрозумів, що сек'юритизувати можна будь-який грошовий потік, що піддається модельованому прогнозуванню, а кількість сек'юритизованих активів обмежується лише уявою фінансистів, почався етап **сек'юритизації майбутніх грошових потоків (Future Flow Securitization – FFS)**. Механізм FFS передбачає сек'юритизацію активів, що згідно з прогнозами, будуть генерувати грошовий потік, проте його розмір і дата надходжень точно не визначені й, як правило, піддаються ринковому ризику. Такими активами є надходження від роялті, виручка закладів швидкого харчування, касові збори фільму тощо.

**Фондування.** Залежно від наявності надходження грошей від інвесторів розрізняють фондовану (funded), нефондовану (unfunded) та відновлювану сек'юритизації.

**Нефондована сек'юритизація** буває тільки синтетичною і передбачає укладення нефондованого (неоплаченого) деривативного контракту – кредитного дефолтного свопа (CDS) між SPV та інвестором. Механізм описується як нефондо-

ваний (неоплачений), оскільки продавець захисту не робить авансового платежу для покриття своїх потенційних майбутніх зобов'язань, але зробить платіж лише за умови виконання настання кредитної події. Це означає, що покупець захисту бере на себе кредитний ризик щодо того, чи зможе продавець захисту сплатити будь-яку суму розрахунку, тобто він наражається на кредитний ризик продавця.

**Фондована сек'юритизація** передбачає випуск компанією спеціального призначення (SPV) фондovаних (оплачених) цінних паперів, які потім купуються інвесторами. Фондована сек'юритизація може бути як класичною так і синтетичною. Фондована синтетична сек'юритизація передбачає використання фондovаних (оплачених) кредитних деривативів. Таким чином, існує авансовий платіж покупцю захисту, який не піддається кредитному ризику продавця. Типом фондovanого кредитного деривативу є кредитна нота, яка визначається як борговий цінний папір, що містить вбудований кредитний деривативний контракт (CDS), згідно з яким сума, що підлягає сплаті за нотою (основна сума, купонні платежі або те й інше) може бути зменшена на основі захисних платежів, необхідних за CDS.

У **відновлюваній (revolving) сек'юритизації** грошові потоки, згенеровані базовими активами реінвестуються в додаткові активи, що поповнюють існуючий пул. Це забезпечує безперервний цикл погашення та придбання активів. Віднолювана сек'юритизація зазвичай використовуються для класів активів, де грошові потоки є динамічними та можуть бути постійно реінвестовані для отримання прибутку, таких як споживчі кредити чи овердрафт за кредитними картками (рис. 4).

**Сек'юритизація всього бізнесу (Whole business securitization – WBS) – корпоративна сек'юритизація.** Протягом станніх 10-15 років фахівці різних країн визнають, що можливості механізму сек'юритизації значно ширші, ніж ті, що використовуються за класичного чи синтетичного варіанту і починають сек'юритизувувати не просто конкретні активи (класика) чи ризики (синтетика), а весь бізнес. Сек'юритизація всього бізнесу (WBS) або сек'юритизація операційних активів (operating-asset securitization – OAS) [12] – це фінансовий механізм, який використовується компаніями для залучення капіталу шляхом передачі більшості або всіх своїх операційних активів і грошових потоків за ними. Це метод структурованого фінансування, який дозволяє компанії отримати доступ до капіталу, надаючи у заставу весь свій бізнес, включаючи матеріальні та нематеріальні активи. Сек'юритизація всього бізнесу зазвичай використовується в таких галузях, як ресторани, готельний бізнес, фармацевтика (франчайзинг), де потоки доходів компанії є передбачу-

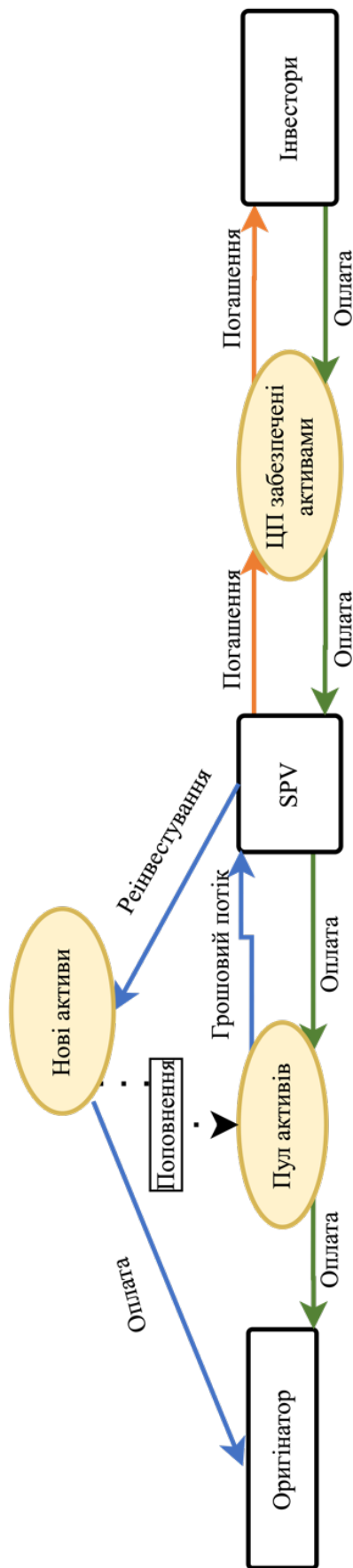


Рисунок 4 – Відновлювана (revolving) сек'юритизація

Джерело: складено автором на основі [7; 8; 10; 11]

ваними та стабільними. Потік грошових коштів від цих активів використовується для покриття боргу та базового рівня операційних витрат. Унікальною особливістю WBS є постійна участь емітента (SPV) в управлінні бізнесом для отримання очікуваного грошового потоку, підтримки вартості активів і підтримки бренду. Оцінка управлінської команди, стратегії зростання та конкурентної позиції є головними для аналізу.

Як свідчить практика, у рамках WBS застосовується багато різних стратегій структурування. Спрощена схема відповідної структури проілюстрована на рисунку 5. На початку, як і за класичної сек'юритизації, оригінатор передає операційні активи у власність компанії спеціального призначення SPV. Оскільки, власником SPV, як правило, є материнська компанія (оригінатор), то з метою зменшення чутливості до дефолту оригінатора, використовується багаторівневий набір організацій спеціального призначення, так що материнська компанія не є прямим власником SPV і здійснює лише опосередкований вплив на таку особу. Ідея, що лежить в основі багаторівневих організацій спеціального призначення, полягає в спробі максимального віддалення операційних активів, які є забезпеченням сек'юритизаційного боргу, від материнської компанії. У цьому випадку, структура SPV збільшується – створюється дві або більше компаній спеціального призначення.

Одній компанії передається інтелектуальна власність (торгова марка, патенти, ліцензії, тощо), другій – інші операційні активи оригінатора (будівлі, обладнання, філіали компанії).

Структури SPV, що стали власниками операційних активів укладають договір про управління з материнською компанією, відтак менеджмент оригінатора продовжує керувати операційними активами, забезпечуючи стабільне функціонування бізнесу. Це відповідає моделі традиційно сек'юритизації, за якої оригінатор зазвичай обслуговує активи від імені емітента (SPV). Утім, при сек'юритизації всього бізнесу (WBS), менеджмент не просто слідує за погашенням виданих кредитів чи дебіторської заборгованості, а здійснює діяльність, що прямо впливає на операційну ефективність компанії, а отже, на вартість сек'юритизованих активів. Відтак, структура WBS передбачає наявність ще одного суб'єкта – резервного менеджера (back-up manager) у якості якого, як правило, виступає незалежна консалтингова компанія. Структури SPV укладають з нею договір про резервне управління сек'юритизованими активами, згідно якого, резервний менеджер здійснює контроль за ефективністю роботи менеджменту материнської компанії і, за настання несприятливих умов, може повністю або частково перейняти на себе управління компанією. У якості контролю за менеджментом оригінатора застосовуються сис-

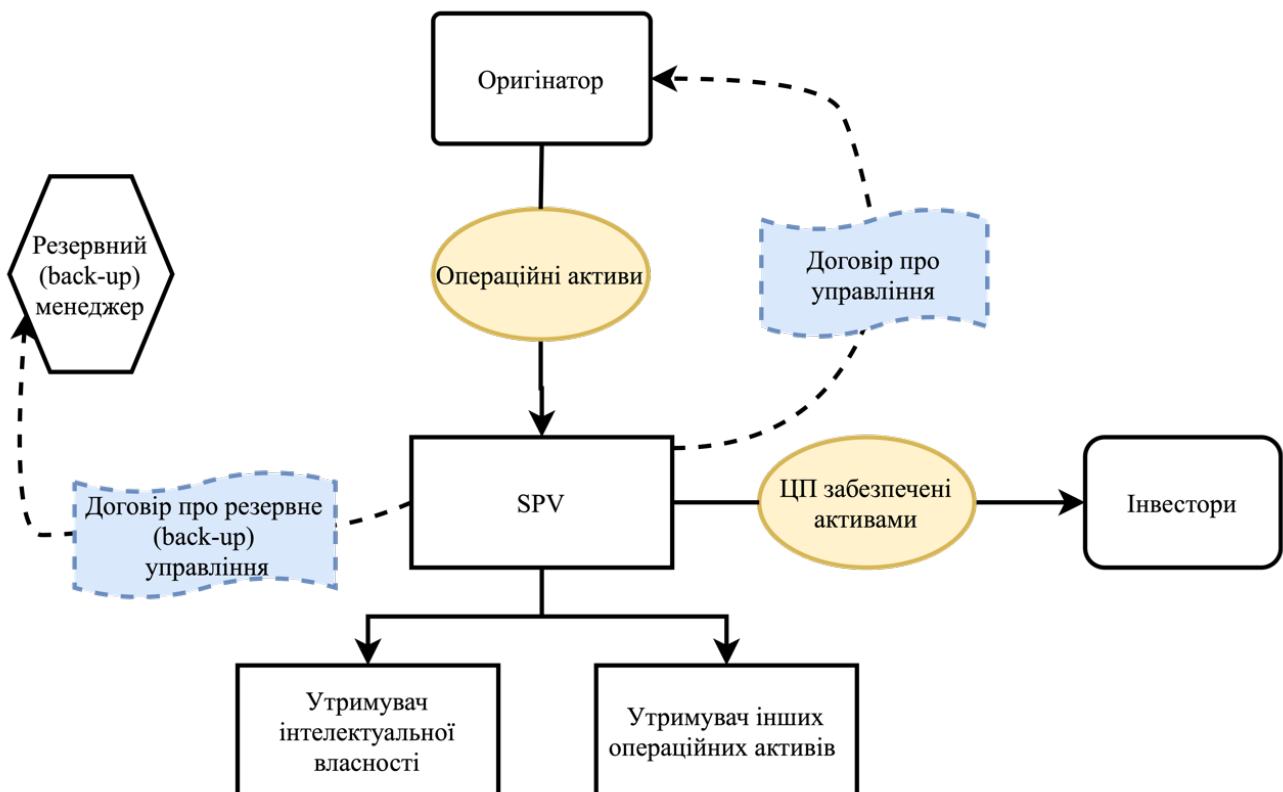


Рисунок 5 – Базова структура корпоративної сек'юритизації (WBS)

Джерело: складено автором на основі [7; 8; 10; 12; 13]



тема тригерів, призначених для впорядкованого переходу повноважень до резервного менеджера. Тригери, як правило, базуються на коефіцієнті покриття обслуговування боргу. Наприклад, якщо коефіцієнт покриття обслуговування боргу падає нижче 1, 2, то менеджеру може знадобитися зустрітися з консультантом і слідувати його вказівкам. Якщо коефіцієнт покриття обслуговування боргу знижується ще більше, то управління компанією переходить до резервного менеджера.

Очевидно, що сек'юритизація всього бізнесу (WBS) є комбінацією, поєднанням класичної та синтетичної сек'юритизації. Як ми вже визначили, класична схема передбачає передачу пулу боргових активів незалежній юридичній особі з метою залучення фінансування, а синтетична – передача системного чи специфічного ризику, або їх обох третій особі. При сек'юритизації всього бізнесу (WBS) виконуються одразу дві зазначені ознаки – оригінатор передає компанії спеціального призначення (SPV) операційні активи, що забезпечують діяльність його бізнесу і які, як правило, мають цінність лише у рамках конкретного бізнесу, а отже, одночасно з ними відбувається передача корпоративного ризику. Головна відмінність полягає у тому, що при синтетичній сек'юритизації може відбуватися передача як системного, так і специфічного ризику, а механізм сек'юритизації всього бізнесу зосереджується лише на специфічному (операційному) ризику. Кваліфіковані інвестори, приймаючи участь у WBS, аналізують ризики та перспективи бізнесу оригінатора, його залежність від системного (ринкового ризику) і приймають відповідні рішення. Головна задача, яку переслідують інвестори – відокремлення операційних активів від кредитного ризику оригінатора. Інакше кажучи, проводячи сек'юритизацію всього бізнесу, інвестори піддаються ризику галузі, які виникають при зміні кон'юнктури ринку. В цих умовах операційні активи оригінатора більше не зможуть генерувати грошові потоки у необхідних об'ємах, але захищені від дефолту (кредитного ризику) материнської компанії. Як наслідок, інвестори знижують свої ризики, а оригінатор – зменшує вартість капіталу.

Проведене дослідження фінансової діяльності корпоративного сектору, дає змогу стверджувати,

що сек'юритизація є перспективним фінансовим механізмом для України, особливо в контексті післявоєнної реконструкції, фінансування військово-промислового комплексу і залучення інвестицій у цивільні підприємства. Запровадження сек'юритизації може мобілізувати значний капітал, запропонувавши надійний механізм економічного поживлення та інвестицій як у критичні та і цивільні сектори. Однак, використання потенціалу сек'юритизації в Україні не є можливим без реформування податкового законодавства і прийняти спеціальних нормативних актів, пов'язаних з сек'юритизацією. Такі законодавчі та регуляторні досягнення є важливими для створення сприятливого середовища для сек'юритизації, що сприятиме ширшому міжнародному партнерству та економічному відновленню.

**Висновки.** Узагальнюючи, відмітимо, що сек'юритизація є гнучким і ефективним механізмом залучення капіталу та хеджування ризиків, що давно та успішно використовуються в фінансовій практиці зарубіжних країн.

Застосування механізму сек'юритизації дозволить залучати необхідне фінансування українському бізнесу, контролюючи абсолютно будь-який грошовий потік, що має ознаки стабільного. Завдяки сек'юритизації створюються не просто можливість залучення значних інвестицій, а будується складніша та ефективніша структура розподілу капіталу в економіці і забезпечення фінансування пріоритетних галузей економіки. Так, механізм WBS надає великі можливості українським компаніям, які працюють у ВПК. Вітчизняні корпорації зможуть профінансувати науково-дослідницькі роботи щодо нових видів озброєння, шляхом сек'юритизації грошових потоків від вже існуючих. Крім того, зменшується вартість капіталу.

Для інвесторів сек'юритизація є прийнятною внаслідок прогнозованості грошових надходжень через стандартизованість активів, які включено до пулу активів.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку вже довела готовність сприяти впровадженню сек'юритизації в Україні, стимулюючи законодавчі зміни на ринку капіталу та вирішення проблем реформування правового простору.

### Література:

1. World Bank Group. Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released. 2024. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/02/15/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>
2. Jobst A. Back to basics – What Is Securitization? International Monetary Fund (IMF). 2008. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf>
3. Концепція запровадження законодавчої бази щодо облігацій з покриттям та сек'юритизації в Україні : Концепція від 14.02.2023 р. № 139. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/en/document/?id=13333778>
4. US Mortgage Backed Securities Statistics. SIFMA. URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-mortgage-backed-securities-statistics/>
5. Chen J. Bowie Bond: Definition, How It Worked, History. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/b/bowie-bond.asp>

6. Uğur A., Erkuş H. Securitization: A Basic Tool of Financing for the Firms. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*. 2007. № 6(22). С. 220–246. URL <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/69982>
7. Fabozzi F.J., Kothari V. Introduction to Securitization. Hoboken, NJ, USA : John Wiley & Sons, Inc., 2008. DOI: <https://doi.org/10.1002/9781118266892>
8. Kavanagh B. Securitization and Structured Finance: Legitimate Business Management Tools. Trinity University. 2002. С. 1–9. URL: <http://www.cs.trinity.edu/~rjensen/theory/00overview/fma.pdf>
9. Dharan, B. G. Financial Engineering with Special Purpose Entities. In Enron Meltdown: Facts, Analysis, and Recommendations (Julia Brazelton, Ed.). Commerce Clearing House. 2002.
10. Мехтієв Е.О. Електика базових понять та визначень сек'юритизації активів. *Економіка та держава*. 2017. № 6. С. 17–23.
11. Ashurst. Private Revolving Securitizations. 2018. URL <https://www.ashurst.com>
12. Yarett J. U.S. operating-asset or whole-business securitization: an alternative to bank/bond deals. *The Journal of Structured Finance*. 2016. Т. 21. № 4. С. 27–33. DOI: <https://doi.org/10.3905/jsf.2016.21.4.027> (дата звернення: 29.02.2024).
13. Quisenberry J. Whole Business Securitization – The Power of Structure. New England asset management. 2016. С. 1–4. URL: <https://www.neamgroup.com/insights/whole-business-securitization-the-power-of-structure>
14. Мехтієв Е. О. Економічна мотивація учасників сек'юритизації на міжнародних ринках капіталів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 11, черв. С. 19–25.
15. Altunbas, Y., Marques-Ibanez, D., van Leuvensteijn, M., Zhao, T. Competition and Bank Risk: The Role of Securitization and Bank Capital (IMF Working Paper WP/19/140). International Monetary Fund. 2019.

#### References:

1. World Bank (2024) Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released. World Bank. Available at: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/02/15/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>
2. Andreas Jobst (2008) Back to basics – What Is Securitization? International Monetary Fund (IMF). Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf>
3. National Securities and Stock Market Commission. (2023, February 14). Concept of introducing the legislative base regarding covered bonds and securitization in Ukraine (No. 139). Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/en/document/?id=13333778>
4. Securities Industry and Financial Markets Association (n.d.). U.S. Mortgage-Backed Securities Statistics. Available at: <https://www.sifma.org/resources/research/us-mortgage-backed-securities-statistics/>
5. James Chen (2022) Bowie Bond: Definition, How It Worked, History. Investopedia. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/b/bowie-bond.asp>
6. Uğur A., & Erkuş H. (2007) Securitization: A Basic Tool of Financing for the Firms. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, no. 6(22), pp. 220–246. Available at: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/69982>
7. Fabozzi F. J., & Kothari V. (2008) Introduction to Securitization. John Wiley & Sons Inc.
8. Kavanagh B. T. (2002) Securitization and Structured Finance: Legitimate Business Management Tools. Available at: <http://www.cs.trinity.edu/~rjensen/theory/00overview/fma.pdf>
9. Dharan B. G. (2002) Financial Engineering with Special Purpose Entities. In Enron Meltdown: Facts, Analysis, and Recommendations (Julia Brazelton, Ed.). Commerce Clearing House.
10. Mehtiev E. O. (2017) Electrics of basic concepts and definitions of asset securitization. *Economy and State*, no. 6, pp. 17–23.
11. Ashurst (2018) Private Revolving Securitizations. Available at: <https://www.ashurst.com>
12. Yarett J. (2016) U.S. operating-asset or whole-business securitization: An alternative to bank/bond deals. *The Journal of Structured Finance*, no. 21(4), pp. 27–33. DOI: <https://doi.org/10.3905/jsf.2016.21.4.027>
13. Quisenberry J. (2016) Whole Business Securitization – The Power of Structure. New England asset management, pp. 1–4. Available at: <https://www.neamgroup.com/insights/whole-business-securitization-the-power-of-structure>
14. Mehtiev E. O. (2017) Economic motivation of participants in securitization on international capital markets. *Investments: Practice and Experience*, no. (11), pp. 19–25.
15. Altunbas Y., Marques-Ibanez D., van Leuvensteijn M., & Zhao T. (2019) Competition and Bank Risk: The Role of Securitization and Bank Capital (IMF Working Paper WP/19/140). International Monetary Fund.

*Стаття надійшла до редакції 07.03.2024 р.*