

*Финансы, банковское дело и страхование*

УДК 336.71

**Фурсова Виктория Анатольевна**

*кандидат экономических наук, доцент,*

*доцент кафедры финансов*

*Национальный аэрокосмический университет*

*имени Н. Е. Жуковского «Харьковский авиационный институт»*

**Fursova Viktoriya**

*PhD in Economics, Associate Professor,*

*Associate Professor of the Department of Finance*

*National Aerospace University «Kharkov Aviation Institute»*

*named after N. Ye. Zhukovskiy*

**Литвинов Владислав Борисович**

*магистр*

*Национального аэрокосмического университета*

*имени Н. Е. Жуковского «Харьковский авиационный институт»*

**Litvinov Vladyslav**

*Master's Degree of the*

*National Aerospace University «Kharkov Aviation Institute»*

*named after N. Ye. Zhukovskiy*

**СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК СПОСОБ ФИНАНСИРОВАНИЯ  
ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ В УКРАИНЕ  
SECURITIZATION AS A METHOD FOR FINANCING  
INFRASTRUCTURE PROJECTS IN UKRAINE**

*Аннотация. Одним из ключевых факторов, замедляющих экономический рост Украины, является низкий уровень инфраструктурного развития. При этом отечественные банковские*

*учреждения не имеют долгосрочных ресурсов для финансирования инфраструктурных проектов. Авторы отмечают, что решить эту проблему можно с помощью механизма секьюритизации, успешно применяемого в развитых странах.*

*В статье проведен сравнительный анализ тенденций развития мирового и украинского рынка секьюритизации активов, обозначены основные черты и отличия данных сделок, выделены участники отечественного рынка секьюритизации активов. Рассмотрены примеры секьюритизации инфраструктурных активов в мировой практике и отмечается их полное отсутствие в Украине. Авторами проанализированы преимущества и возможности применения данного механизма в отечественных реалиях.*

*Для повышения эффективности функционирования процесса секьюритизации инфраструктурных активов авторами предложено ряд мероприятий: введение понятие «инфраструктурная облигация» в действующее законодательство, проведение первых сделок на базе государственных банков и привлечение гарантийных фондов, что будет способствовать снижению рисков и повышению привлекательности сделки для международных инвесторов. Очерчен круг вопросов, требующих дальнейшего исследования, относительно определения классов инфраструктурных облигаций, процедуры их включения в котировальные списки на фондовой бирже Украины, разработки централизованной платформы секьюритизации инфраструктурных активов для выпуска облигаций.*

***Ключевые слова:*** *секьюритизация, кредитование, финансирование, инфраструктурные проекты, инфраструктурные облигации.*

***Summary.*** *One of the key factors that has been slowing down Ukraine's economic growth is the low level of infrastructure development. At the same*

*time, domestic banking institutions do not have long-term resources to finance infrastructure projects. The authors highlight that this problem can be solved by using the securitization mechanism, which is successfully applied in developed countries.*

*In the article, a comparative analysis of trends in the development of the world and Ukrainian asset securitization market was made, the main features and differences of these transactions were outlined, and participants in the domestic asset securitization market were identified. Also were considered examples of securitization of infrastructure assets in world practice and noted their complete absence in Ukraine. The authors analyzed the advantages and possibilities of using this mechanism in domestic realities.*

*To increase the effectiveness of the securitization of infrastructural assets, the authors proposed a number of measures. First, it is necessary to introduce the concept of "infrastructure bond" in the current legislation. Secondly, the first transaction should be implemented through the use of state-owned banks. Thirdly, it is necessary to attract guarantee funds, which will help reduce risks and increase the attractiveness of the transaction for international investors. The authors also outlined a range of issues requiring further research, such as: the definition of classes of infrastructure bonds, the procedure for their inclusion in quotation lists on the Ukrainian stock exchange, the development of a centralized platform for the securitization of infrastructure assets for bond issuance.*

**Key words:** *securitization, lending, financing, infrastructure projects, infrastructure bonds.*

**Постановка проблемы.** На сегодняшний день Украина существенно отстает от многих стран по уровню и темпам развития инфраструктуры. Согласно данным отчета «The Global Competitiveness Report 2017-2018», подготовленным World Economic Forum, по качеству инфраструктуры

Украины занимает 78 место из 137, отставая от Сальвадора [1]. При этом одной из главных проблем банковского кредитования объектов инфраструктуры в Украине является преобладание в распоряжении банков краткосрочных ресурсов, что практически исключает финансирование крупномасштабных инвестиционных проектов, требующих значительных финансовых вложений на длительный период. Кроме того, подавляющее большинство украинских банков имеют незначительный объем активов, что не позволяет им применять схемы проектного финансирования. Одним из самых дешевых источников привлечения дополнительных финансовых ресурсов для банков, как показывает мировая практика, является секьюритизация активов. Она способна обеспечить банки долгосрочными финансовыми ресурсами для осуществления долгосрочных инвестиций и позволяет значительно минимизировать их финансовые риски, в частности кредитный риск и риск ликвидности.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Теоретические и практические основы механизма секьюритизации представлены в работах таких зарубежных и отечественных ученых как: Х.П. Бэр [2], С. Белозёров, А. Лупырь [3], Г. Белинская [4], Э. Дэвидсон Э., Э.Сандерс Э. [5], и др. Ряд аспектов, связанных с использованием инфраструктурных облигаций рассмотрены в трудах российских исследователей В. Кузьмина [5] и Н. Терещенко [6]. В тоже время в отечественной литературе, практически не уделяется внимания вопросам использования техник секьюритизации для стимулирования финансирования инфраструктурных проектов, что и актуализировало тему исследования.

**Цель исследования** – обоснование необходимости использования механизма секьюритизации для финансирования и рефинансирования инфраструктурных проектов в экономике Украины.

**Изложение основного материала.** Секьюритизация представляет собой специальную финансовую технику с помощью которой инициатор

имеет возможность трансформировать реальные или будущие активы в ценные бумаги, снижая или перераспределяя свои риски, связанные с данными активами, и получая при этом дополнительный источник финансирования, а инвестор – получает возможность инвестировать в отдельные активы выбранной компании на более выгодных условиях и с меньшим риском [7, с.85]. В процессе секьюритизации инфраструктурных проектов осуществляется эмиссия и размещение долговых ценных, обеспеченных инфраструктурными активами, приносящих доход [5, с.12].

Общий объем мирового рынка секьюритизации на конец 2013 г. составил более 600 млрд. долл. США, а в 2017 г. достиг почти 800 млрд. долл. США, в том числе в США – 481664,6 млн. долл. США (т.е. около двух третей мирового рынка) (рис. 1). При этом такие выпуски в мире наполовину обеспечены ипотекой, на одну треть – кредитами на инфраструктурные проекты и реальному сектору, а другие выпуски обеспечены проблемными и другими активами [8].



**Рис. 1. Объёмы секьюритизации в мире в 2013-2017 гг.**

*Источник:* составлено авторами по данным [8]

Несмотря на то, что в 2005 г. в Украине был принят Закон «Об ипотечных облигациях» [9] и уже имеется практический опыт по

функционированию механизма секьюритизации ипотечных активов, который можно проецировать на неипотечные активы, секьюритизированные активы в Украине на начало 2018 г. отсутствуют. Последняя эмиссия таких облигаций состоялась в 2013 г., эмитентом выступило «Агентство по рефинансированию жилищных кредитов», ее объем составил 31 млн. долларов США и она была полностью погашена в 2015 г. (табл. 1).

Таблица 1

**Статистика сделок секьюритизации украинских originаторов**

Название originатора	Сумма эмиссии (млн. дол. США)	Год эмиссии	Вид секьюритизации	Вид активов	Примечания
КБ «Приватбанк»	180	2007	Внебалансовая, SPV в Лондоне	Ипотечные кредиты	Сделка завершена
ПАО «Укргазбанк»	10	2007	Балансовая	Ипотечные кредиты	Сделка завершена
КБ «Приватбанк»	104	2008	Внебалансовая, SPV в Лондоне	Автомобильные кредиты	Сделка завершена
Государственное ипотечное учреждение	2,5	2008	Балансовая	Ипотечные кредиты	Сделка завершена
Банк «Хрещатик»	9	2008	Балансовая	Ипотечные кредиты	Сделка завершена
ПАО «АРЖК»	31	2012	Балансовая	Ипотечные кредиты	Сделка завершена
ПАО «АРЖК»	31	2013	Балансовая	Ипотечные кредиты	Сделка завершена
Всего	367,5				

*Источник:* составлено авторами по данным [10]

Наибольшая активность на рынке секьюритизации наблюдалась в докризисный период 2007-2008 гг., активным участником был Приватбанк, секьюритизировавший более 280 млн. долл. США ипотечных и автомобильных кредитов, а общий объем сделок с 2005 г. составил 367,5 млн. долл. США. В настоящее время все эмиссии погашены.

В тоже время, как свидетельствует мировая практика, секьюритизация инфраструктурных активов (кредитов, выданных на инфраструктурные проекты), позволила достичь высоких результатов в

развитии транспортной, социальной и других составляющих инфраструктуры экономики в разных странах. Так, к примеру, благодаря секьюритизации были привлечены средства для финансирования строительства железной дороги в Индии, строительства скоростной дороги в Корее [6, с. 16]. Механизм рефинансирования инфраструктурных облигаций был задействован в Чили при строительстве платной дороги Autopista Vespucio Sur, в Перу при строительстве дороги (IRSA Norte Road Concession) и проекта по очищению воды Huascacocha, во Франции при строительстве стадиона Stade de France в ходе подготовки к Чемпионату мира по футболу в 1998 г. [5, с. 70-75].

Что касается Украины, в Верховной Раде еще в 2015 г. были зарегистрированы необходимые законопроекты №2784 «Облигации, обеспеченные отдельными активами» [11] и №2785 «О внесении изменений в Налоговый кодекс Украины (относительно налогообложения операций с облигациями, обеспеченными отдельными активами)» [12]. Однако в них отсутствует такое понятие, как «инфраструктурные облигации». Хотя обеспеченные активы по таким сделкам и будут попадать под условия эмиссии субстандартных облигаций, перед принятием этих законопроектов рекомендуется внести в них изменения и выделить облигации, выпускаемые для обеспечения финансирования инфраструктурных объектов, как отдельный вид обеспеченных облигаций. Разработанную НБУ нормативную базу можно адаптировать под новое законодательство. Более того, секьюритизация включена в Комплексную программу развития финансового рынка Украины до 2020 г., также подписан Меморандум ЕБРР с НКЦБФР, НБУ и Министерством Финансов, предусматривающий запуск в Украине механизма секьюритизации и обращения облигаций [13].

Самой распространенной схемой секьюритизации является объединение выделенных активов на балансе специально созданного лица-

эмитента (SPV). Такой эмитент не считается юридическим лицом, не создает новой стоимости, является посредником и не может облагаться налогами. Кроме того, характерной особенностью этой операции является то, что отечественный банк не будет отвечать по долгам в привлеченном финансировании. Должником выступаем SPV и любое невыполнение им обязательств приведет к его дефолту, а не дефолту украинского банка. Благодаря этому отечественные банки смогут повысить привлекательность собственных активов [14, с. 50].

Для предотвращения неконтролируемого развития и обращения инструментов секьюритизации, что послужило одной из причин мирового финансового кризиса в 2008 г., существенная роль должна отводиться государству, как регулятору данного процесса. Так, первоначально, секьюритизацию инфраструктурных активов целесообразно проводить на базе государственных банков, что обеспечит дополнительную защиту сделки. В этом случае государство будет выступать гарантом данного процесса, повысит его привлекательность для международных инвесторов.

Также развитию секьюритизации в Украине будет способствовать подключение гарантийных фондов к данному процессу, а именно введение поручительства гарантийного фонда по «старшим» траншам эмитированных ценных бумаг. Предложенная структура секьюритизации является достаточно выгодной для всех ее основных участников (табл. 2).

*Таблица 2*

### **Преимущества участия гарантийных фондов в секьюритизации**

<b>Участник</b>	<b>Преимущества</b>
Заёмщики	<ul style="list-style-type: none"><li>• возможность получения кредитов на более длительный срок;</li><li>• снижение стоимости кредитования.</li></ul>
Гарантийные фонды	<ul style="list-style-type: none"><li>• возможность существенно увеличить объемы кредитования;</li><li>• качественное изменение состава заемщиков, которым предоставляется поддержка;</li><li>• увеличение сроков кредитования;</li><li>• оптимизация затрат на администрирование процесса.</li></ul>
Банк-	<ul style="list-style-type: none"><li>• расширение инструментов по привлечению долгосрочных</li></ul>



оригинатор	средств; <ul style="list-style-type: none"><li>• увеличение доходности последнего транша, как следствие повышение рейтингов «старших» траншей и уменьшение ставок купона по ним.</li></ul>
Инвесторы	<ul style="list-style-type: none"><li>• снижение уровня риска по «старшим» траншам в результате получения поручительства гарантийных фондов;</li><li>• расширение возможностей рефинансирования купленных ценных бумаг (передача в залог, РЕПО и др.), что повысит их рейтинг.</li></ul>

*Источник:* составлено авторами по данным [2; 5; 6; 14]

Без внедрения механизма секьюритизации будет сложно достичь стабильности денежно-кредитной системы и высокого уровня экономического развития страны.

**Выводы из данного исследования и перспективы дальнейших исследований в данном направлении.** Применение секьюритизации для финансирования и рефинансирования инфраструктурных проектов позволит: привлечь долгосрочные ликвидные ресурсы вместо срочных активов, которые можно использовать для последующего кредитования инфраструктурных проектов; сократить бюджетную нагрузку на развитие инфраструктуры в регионе; ускорить сроки реализации проектов; снизить стоимость финансирования за счет формирования капитала на фондовом рынке, где его стоимость всегда ниже; повысить эффективность и прозрачность использования капитала; улучшить показатели рентабельности и ликвидности банков за счет преобразования низколиквидных активов в ценные бумаги; ускорить развитие украинского фондового рынка за счет появления нового вида ценных бумаг (инфраструктурных облигаций); снизить вероятность возникновения у банка процентного и кредитного рисков в результате их перераспределения между банком, инвестором и посредником; получить дополнительную прибыль за счет повышения прибыльности банковских операций путем продажи выпущенных ценных бумаг и вложения полученных средств в менее рискованные или более ликвидные операции; привлечь в Украину иностранный капитал и др.

Дальнейшего исследования требуют вопросы определения классов инфраструктурных облигаций, процедуры их включения в котировальные списки на украинской бирже, разработки централизованной платформы секьюритизации инфраструктурных активов для выпуска облигаций и др.

### **Литература**

1. The Global Competitiveness Report 2017–2018. World Economic Forum [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index-2017-2018/competitiveness-rankings/#series=GCI.A.02>
2. Бэр Х.П. Секьюритизация активов. М., Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
3. Белозёров С.А., Лупырь А.А. Становление современного механизма секьюритизации активов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/stanovlenie-sovremennogo-mehanizma-sekyuritizatsii-aktivov>.
4. Белінська Г. В. Сек'юритизація активів як інновація на фінансовому ринку України / Наукові праці НДФІ. – 2010. – № 1 (50). – С.106-111.
5. Кузьмин В.А. Секьюритизация в финансировании и рефинансировании инфраструктурных проектов: дис. канд. экон. наук. - Москва, 2014. – 160 с.
6. Терещенко Н.Н. Секьюритизация и ее роль в финансировании инвестиционных проектов: автореф. дис. ... канд. экон. наук.: Москва, 2011. - 25 с.
7. Фурсова В.А., Зінченко С.Г. Аналіз фундаментальних підходів щодо визначення сутності сек'юритизації / Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2012. – №37. – с. 82-85.
8. Harrison Scott Publications (2018). Worldwide Securitization Volume, січень 2018 р. [Электронный ресурс]. – Режим доступа <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=105>.

9. Верховна Рада України (2005). Закон України №3273-15 «Про іпотечні облигації», грудень 2005 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/ru/3273-15>.
10. ООО «Cbonds.ru» (2018). Cbonds Financial Information, березень 2018 р. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ua.cbonds.info/>
11. Верховна Рада України (2015). Проект закону №2784 «Про облигації, забезпечені відокремленими активами», травень 2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=55030](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=55030).
12. Верховна Рада України (2015). Проект закону №2785 «Про внесення змін до Податкового кодексу України (щодо оподаткування операцій з облигаціями, забезпеченими відокремленими активами)», травень 2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=55031](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=55031)
13. Національний банк України (2015). Постанова Правління НБУ №391: «Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року», червень 2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=18563297>.
14. Фурсова В.А. Секьюритизация активов как способ управления финансовыми рисками / Экономика розвитку. – 2005. – №1. – с. 49- 55.

### **References**

1. The Global Competitiveness Report 2017–2018. World Economic Forum [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index-2017-2018/competitiveness-rankings/#series=GCI.A.02>
2. Ber Kh.P. Sekyuritizatsiya aktivov. M., Volters Kluver, 2007. – 624 s.
3. Belozarov S.A., Lupyr A.A. Stanovlenie sovremennogo mekhanizma sekuyritizatsii aktivov. [Elektronnyy resurs]. – Rezhim dostupa:

<https://cyberleninka.ru/article/n/stanovlenie-sovremennogo-mehanizma-sekyuritizatsii-aktivov>.

4. Belinska G. V. Sek'yuritizatsiya aktiviv yak innovatsiya na finansovomu rinku Ukraïni // Naukovi pratsi NDFI. – 2010. – № 1 (50). – S.106-111.
5. Küzmin V.A. Sekyuritizatsiya v finansirovanii i refinansirovanii infrastruktturnih proyektov: dis. kand. ekon. nauk. - Moskva, 2014. –160 s.
6. Tereshchenko N.N. Sekyuritizatsiya i yeye rol v finansirovanii investitsionnih proyektov: avtoref. dis. .kand. ekon. nauk.: Moskva, 2011. - 25 s.
7. Fursova V.A., Zinchenko S.G. Analiz fundamentalnikh pidkhodiv shchodo viznachennya sutnosti sek'yuritizatsii // Visnik ekonomiki transportu i promislovosti. – 2012. – №37. – s. 82-85.
8. Harrison Scott Publications (2018). Worldwide Securitization Volume, siçen 2018 r. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=105>.
9. Verhovna Rada Ukraïni (2005). Zakon Ukraïni №3273-15 "Pro ipotechni obligatsii", grudan 2005 r. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/ru/3273-15>
10. ООО "Cbonds.ru" (2018). Cbonds Financial Information, berezen 2018 r. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: <http://ua.cbonds.info/>
11. Verhovna Rada Ukraini (2015). Proyekt zakonu №2784 "Pro obligatsii, zabezpecheni vidokremnenimi aktivami", traven 2015 r. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=55030](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=55030).
12. Verhovna Rada Ukraini (2015). Proyekt zakonu №2785 "Pro vnesenna zmin do Podatkovogo kodeksu Ukraini (shchodo opodatkovanna operatsiy z obligatsiami, zabezpechenimi vidokremnenimi aktivami), traven 2015 r. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=55031](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=55031)

13. Natsionalniy bank Ukraini (2015). Postanova Pravlinna NBU №391: "Kompleksna programa rozvitku finansovogo sektoru Ukraïni do 2020 roku", çerven 2015 r. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=18563297>
14. Fursova V.A. Sekyuritizatsiya aktivov kak sposob upravleniya finansovimi riskami // Ekonomika rozvitku. – 2005. – №1. – s. 49- 55.