

створення ДІУ не було випущено жодного структурованого іпотечного цінного папера. У 2008 р. ДІУ здійснила випуск звичайних іпотечних облігацій на суму 200 млн. грн. Хочемо підкреслити, що іпотечні облігації мали назву саме "звичайні", хоча згідно Закону України "Про іпотечні облігації" ДІУ мала б випускати лише структуровані іпотечні облігації, оскільки емітентом звичайних іпотечних облігацій має бути іпотечний кредитор, а емітентом структурованих іпотечних облігацій має бути спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям [5]. Також набирає обертів діяльність вітчизняного рейтингового агентства – "Кредит-Рейтинг", проте викликає занепокоєння той, факт, що іпотечні цінні папери матимуть рейтинг лише одного рейтингового агентства, позаяк світова фінансова криза висвітлює проблему зловживань у присвоєнні неадекватних рейтингів. Що ж стосується усіх інших учасників сек'юритизаційного процесу, то вони знаходяться у стадії становлення, зокрема ті установи, які мали б забезпечувати інвесторів від ризиків. Та й сам інститут інвесторів в Україні є незначним, оскільки формування повноцінного фондового ринку в Україні було загальмовано через кризу. Зважаючи на те, що вихід з кризи буде довготривалим процесом, відновлення практики сек'юритизації в Україні відбудеться через декілька років. Це обумовлюється також і тим, що банки припинили надання кредитів, які найчастіше є об'єктом сек'юритизації.

Висновки. Таким чином, сек'юритизація є надзвичайно складною операцією структурного фінансування, що набула значного розвитку на початку XXI ст. Об'єктами сек'юритизації можуть бути як іпотечні, так і не іпотечні

активи, проте в більшості регіонах світу превалює саме сек'юритизація іпотечних активів. З розвитком сек'юритизаційних операцій відбувалося їх ускладнення, у зв'язку з чим на сьогодні реалізується не тільки класична сек'юритизація, але й синтетична сек'юритизація та сек'юритизація бізнесу. В Україні були закладені підвалини для здійснення сек'юритизації, проте на сьогодні необхідно констатувати, що існують серйозні проблеми у подальшому її розвитку, що обумовлено недосконалістю нормативно-правовим забезпеченням, відсутністю сформованої системи учасників сек'юритизаційного процесу, гальмуванням розвитку фондового ринку в Україні. Глобальна фінансова криза суттєво ускладнює подальше впровадження сек'юритизації в практику вітчизняних банків, у зв'язку з чим відновлення зацікавленості до здійснення цієї операції уможливиться лише у разі позитивних змін в економіці країни загалом.

1. Аксенов И. Этапы развития секьюритизации в США: 1930 – 2008 // Энциклопедия Российской Секьюритизации 2008. – СПб, 2008. – С. 27–38. 2.Базилевич В.Д., Погорельцева Н.П. Ипотечный рынок: [монография]. – К.: Знання, 2008. – 717с. 3.Бакланова В. Обзор состояния мирового рынка секьюритизации в 2009 году // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rusipoteka.ru/files/articles/2009/baklanova-2.pdf>. 4.Версаль Н.І. Европейський ринок іпотечних цінних паперів: сучасний стан та перспективи розвитку в умовах глобалізації // Фінанси України. – № 9. – С. 70 – 80. 5.Закон України "Про іпотечні облігації" № 3273-IV від 22.12.2005 // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3273-15&p=1250499220349272>. 6.Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон [и др.]; пер. [с англ. яз.] О.В. Смородинова при участии В. Качуро. – Москва: Вершина, 2007. – 592 с. 7.Секьюритизация в России: пути развития рынка и снижения стоимости заимствований // Доклад рабочей группы Международной финансовой корпорации. – Вашингтон: МФК, 2005. – 84 с.

Надійшла до редколегії 18.09.2009

Т. Буй, асп.

ФІНАНСОВИЙ ІНЖИНІРИНГ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

Висвітлено підходи до визначення фінансового інжинірингу та його методів, обґрунтовано доцільність використання нових видів боргових цінних паперів, створених на основі фінансового інжинірингу, у фінансуванні українських корпорацій.

The approaches to the definition of financial engineering and its methods are highlighted, advisability of application of the new securities types created on the basis of financial engineering in Ukrainian corporate financing is grounded.

Протягом останнього часу відбувався стрімкий розвиток світового фінансового ринку, що характеризувався появою великої кількості нових фінансових інструментів. Значно розширився перелік традиційних інструментів ринку цінних паперів, з'явилися похідні цінні папери, використання яких насамперед обумовлено необхідністю хеджування ризиків за операціями з цінними паперами, а також структуровані продукти. Основною причиною появи нових видів цінних паперів стало зростання вимог емітентів та інвесторів до забезпечення відповідного рівня ліквідності, доходності та ризикованості корпоративних боргових цінних паперів, що, у свою чергу, обумовлює потребу у використанні інноваційних фінансових інструментів, створених на основі фінансового інжинірингу.

Теоретичним та практичним аспектам фінансового інжинірингу присвячено значну увагу у працях зарубіжних науковців, зокрема таких як В.К. Бансал, Т. Кім, Р. Колб, Ч.Ф. Лі, Дж.Ф. Маршалл, Дж.А. Овердал, Дж.І. Фіннерті та інші. Деякі аспекти використання продуктів фінансового інжинірингу висвітлені у працях російських та українських авторів, зокрема З.О. Воробйової, М.Ю. Глухова, М.В. Грідчиної, Ю.І. Капелинського, Я.М. Міркіна, Міщенко В.І., Л.В. Саввінова, О.М. Сохацької тощо. Однак багато проблем, зокрема перспек-

тиви застосування окремих видів інноваційних боргових цінних паперів в Україні, залишаються поза увагою науковців та практиків.

Метою статті є теоретичне обґрунтування сутності та методів фінансового інжинірингу та надання практичних рекомендацій щодо використання нових видів боргових цінних паперів у фінансуванні українських корпорацій.

В економічній літературі існує велика кількість визначень фінансового інжинірингу та його методів. Так, у роботі Дж. Ф. Маршалла та В. К. Бансала термін "фінансовий інжиніринг" застосовується для характеристики процесу проектування, розробки й реалізації інноваційних фінансових інструментів [4, с. 33]. Міжнародна асоціація фінансових інженерів визначає фінансовий інжиніринг достатньо широко – як процес, що включає розробку й творче застосування фінансових технологій для вирішення фінансових проблем [6]. На думку інших науковців, фінансовий інжиніринг – це процес створення інноваційних фінансових продуктів для задоволення специфічних інтересів споживачів, що виникли під впливом внутрішніх та зовнішніх факторів, основною метою якого є формування бажаних грошових потоків у поєднанні з найкращим можливим співвідношенням ризику, доходності й ліквідності створеного продукту,

що забезпечує його конкурентноздатність. При цьому під інноваційними фінансовими продуктами розуміють новостворені або вперше застосовані на певному ринку фінансові продукти, модифіковані певним способом фінансові продукти або сконструйовані пакетні продукти, в яких поєднані існуючі раніше інструменти [2, с. 16].

Одне з найбільш узагальнюючих визначень фінансового інжинірингу належить Дж. Фіннерті, який вважав, що фінансовий інжиніринг являє собою проектування, розробку та реалізацію інноваційних фінансових інструментів та процесів, а також творчий пошук нових підходів до вирішення проблем в галузі фінансів [3, с. 459].

Виникнення фінансового інжинірингу пов'язане з двома групами факторів [5, с. 23]:

- ✓ екзогенні фактори, на які корпорація не впливає, але її діяльність перебуває під їх впливом: мінливість цін, загальна глобалізація промислових і фінансових ринків, податкові асиметрії, досягнення фінансової теорії щодо нових технік і технологій, зміни регуляторного законодавства, посилення конкуренції, операційні витрати;

- ✓ ендогенні фактори, які повністю або частково перебувають під впливом корпорації: потреба в ліквідних коштах, небажання ризикувати з боку менеджерів і власників компанії, а також відмінність їх інтересів.

Більшість продуктів фінансового інжинірингу (фінансові інновації) створюються з метою нівелювання впливу недосконалості ринку. Саме недосконалість ринку є причиною того, що загальна вартість інноваційних фінансових інструментів може відрізнитися від суми вартостей його компонентів. Зокрема, виділяють наступні види фінансових інновацій [5, с. 24]:

1. Фінансові інновації, спрямовані на зменшення операційних витрат та витрат на моніторинг.
2. Фінансові інновації, спрямовані на уникнення регуляторних правил.
3. Фінансові інновації, спрямовані на уникнення оподаткування або / та зменшення податкового навантаження.
4. Фінансові інновації, спрямовані на уникнення власних (корпоративних, саморегульованих) обмежень.

5. Фінансові інновації, спричинені сегментацією фінансових ринків.

Фінансовий інжиніринг характеризується наступними ключовими ознаками:

- ✓ динамічність: фінансовий інжиніринг за своєю природою є неперервним процесом декомпозиції, модифікації та поєднання певних фінансових інструментів та створення на їх основі нових фінансових інструментів;

- ✓ зростання інтенсивності: на сучасному етапі розвитку економічних систем потреба у створенні інноваційних фінансових інструментів постійно зростає у зв'язку з постійними змінами економічних умов та зростанням рівня невизначеності;

- ✓ поступальність: кожен фінансовий інструмент є продуктом фінансового інжинірингу, який після введення у практику господарювання може стати базою для створення нових фінансових інструментів;

- ✓ підпорядкованість потребам споживачів: для появи нового фінансового продукту необхідна наявність набору факторів, які формують попит споживачів. У випадку корпоративних боргових цінних паперів основними споживачами виступають емітенти та інвестори.

На основі всього зазначеного вище, можна зробити висновок, що використання фінансового інжинірингу на ринку корпоративних боргових цінних паперів являє собою безперервний процес створення інноваційних фінансових продуктів на основі використання існуючих боргових інструментів або нових інструментів з метою задоволення специфічних потреб емітентів та інвесторів у забезпеченні відповідного рівня ліквідності, доходності та ризикованості.

Для розуміння сутності продуктів фінансового інжинірингу, створених на основі боргових цінних паперів, та особливостей їх використання у фінансуванні корпорацій необхідно розглянути основні методи фінансового інжинірингу. На основі узагальнення підходів до групування методів фінансового інжинірингу, ми прийшли до думки про доцільність виокремлення чотирьох методів фінансового інжинірингу, які використовуються для створення нових фінансових продуктів на основі корпоративних боргових цінних паперів (рис. 1).

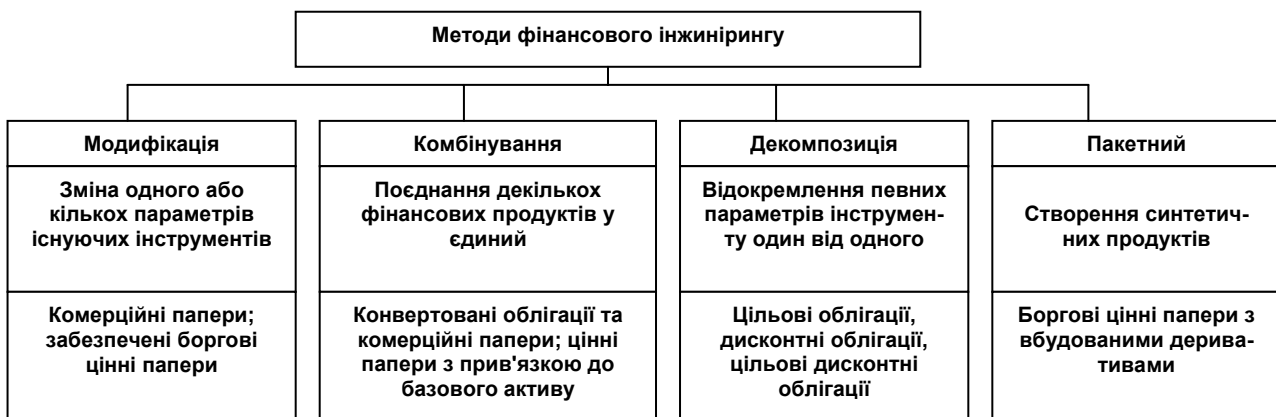


Рис. 1. Основні методи фінансового інжинірингу

У процесі дослідження на основі порівняльного аналізу різних видів фінансових інструментів, створених на основі використання методів фінансового інжинірингу, нами виокремлено перелік боргових цінних паперів, рекомендованих для фінансування українських корпорацій (табл. 1).

Оскільки на сьогодні основним видом корпоративних боргових цінних паперів, що перебувають в обігу, є традиційні корпоративні облігації, можна стверджу-

вати, що існує потреба у запровадженні ліквідних короткострокових боргових інструментів – комерційних паперів. Через свою високу ліквідність, невисоку вартість та простоту випуску комерційні папери з часом можуть перетворитись на основний інструмент вторинного ринку цінних паперів, а вітчизняні корпорації збільшать можливості залучення короткострокових фінансових ресурсів.

Таблиця 1. Нові види однорідних та структурованих боргових цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні

| Назва фінансових інструментів | Вид боргових цінних паперів за строком обігу | Спрямованість використання цінних паперів конкретного виду |
|---|--|--|
| Однорідні боргові цінні папери | | |
| Позабіржові комерційні папери | короткострокові | Залучення короткострокових фінансових ресурсів на позабіржовому ринку середніми за розміром корпораціями та корпораціями з низьким рівнем кредитного рейтингу |
| Біржові комерційні папери | короткострокові | Залучення короткострокових фінансових ресурсів на біржовому ринку великими корпораціями з досвідом роботи на фондовому ринку та сформованою кредитною історією |
| Цільові дисконтні та цільові відсоткові облигації | довгострокові | Залучення довгострокових фінансових ресурсів корпораціями нефінансового сектору під конкретні інфраструктурні та інші проекти |
| Структуровані боргові цінні папери | | |
| Конвертовані облигації | довгострокові | Залучення довгострокових фінансових ресурсів новоствореними корпораціями або корпораціями з несталою структурою власності, щодо яких очікується зростання вартості акцій у майбутньому |
| Кредитні ноти | довгострокові | Залучення довгострокових фінансових ресурсів корпораціями фінансового сектору під забезпечення кредитним пулом |
| Забезпечені цінні папери у корпоративному пулі | довгострокові | Залучення довгострокових фінансових ресурсів невеликими корпораціями з нестійким рівнем доходності |
| Цінні папери з прив'язкою до базового активу | короткострокові, довгострокові | Залучення короткострокових та довгострокових фінансових ресурсів великими корпораціями, цінні папери яких знаходяться в обігу на фондовому ринку |
| Цінні папери з вбудованими деривативами | короткострокові, довгострокові | Залучення короткострокових та довгострокових фінансових ресурсів корпораціями, цінні папери та продукція яких знаходяться в біржовому обігу |

Залежно від обсягу діяльності, фінансового становища та потреб конкретної корпорації, в Україні можуть використовуватись різні види комерційних паперів:

- ✓ біржові комерційні папери (біржові облигації) – для великих корпорацій з досвідом роботи на фондовому ринку та сформованою кредитною історією;

- ✓ позабіржові комерційні папери – для середніх за розміром підприємств;

- ✓ еврокомерційні папери – для великих корпорацій, що здійснюють діяльність на зарубіжних ринках та випускають еврооблигації або депозитарні розписки).

На початковому етапі запровадження комерційних паперів найімовірніше виникатимуть проблеми, пов'язані з нерозвиненістю фондового ринку та недосконалістю державного регулювання, оскільки сегмент комерційних паперів взаємопов'язаний з іншими сегментами ринку цінних паперів. Однак з огляду на затребуваність корпоративних облигацій та векселів в Україні можна перебачити високі темпи зростання обсягу емісії комерційних паперів у майбутньому, особливо в умовах розширення інвестиційної бази всередині країни та звуження можливостей запозичень на зарубіжних ринках капіталу.

Одним з перспективних напрямів використання інноваційних видів боргових цінних паперів є випуск корпоративних облигацій, який не досяг в Україні належного рівня розвитку незважаючи на наявність нормативно-правового забезпечення. Причинами низької уваги інвесторів до конвертованих облигацій є їх незначний обсяг на фондовому ринку, недосконалість механізму випуску та обігу та складність оцінки. З точки зору оперативності процес розміщення конвертованих боргових інструментів в Україні є неефективним, оскільки займає близько шести місяців. Крім того, в Україні недосконала нормативна база, що не описує усіх аспектів конвертації, а також корпоративне законодавство, що створює додаткові ризики для інвестора у разі конвертації цінних паперів. У процесі придбання гібридних цінних паперів інвесторів перш за все цікавить потенціал зростання акціонерного капіталу. Але через складність структурування випусків за відсутності об'єктивної публічної інформації про вартість акцій компанії інвесторам досить складно зафіксувати алго-

ритм розрахунку капіталізації компанії та визначити співвідношення кількості акцій та облигацій, за яким відбувається конвертація. У зв'язку з цим ДКЦПФР доцільно розробити ряд документів, які б доповнювали та оптимізували діюче законодавство у питанні розміщення конвертованих боргових цінних паперів [8].

Наступний вид боргових цінних паперів, які можуть використовуватись у фінансуванні корпорацій, – забезпечені боргові цінні папери. Цей вид боргових інструментів набув поширення при розміщенні українськими корпораціями облигацій в іноземній валюті через іноземні SPV. Однак за умов тимчасового звуження можливостей виходу на іноземні ринки у зв'язку з проявами світової фінансової кризи перед українськими корпораціями постало завдання пошуку альтернативи сек'юритизації на внутрішньому ринку. Незважаючи на те, що за забезпеченими борговими цінними паперами інвестори отримують невисокий відсоток через їх надійність, ці інструменти є досить дорогими для корпорації, особливо за умов кризи.

На сьогодні альтернативним варіантом може виступити синтетична сек'юритизація шляхом випуску кредитних нот (credit linked note, CLN) – облигацій, виплати за якими залежать від певних подій, що відбулися з кредитним портфелем або змін кредитних показників певного пулу активів [1]. Кредитні ноти за своєю фінансовою природою займають проміжну позицію між забезпеченими цінними паперами та цінними паперами з прив'язкою до базового активу, оскільки мають ознаки обох інструментів. З одного боку, кредитні ноти зменшують ризики інвестора через механізм реалізації прав на активи, що виступають у якості забезпечення. З іншого боку, кредитні ноти зменшують ризики емітента, оскільки їх доходність залежить від надходжень за активами, а у разі неповернення кредитів, що виступають у якості забезпечення, дохід інвестору не виплачується.

Однією з найважливіших переваг кредитних нот для українських корпорацій є можливість їх випуску без участі SPV, що дозволяє суттєво скоротити витрати на створення та адміністрування цієї компанії. При цьому розміщення кредитних нот відбувається шляхом відкритого продажу на ринку цінних паперів (рис. 2).

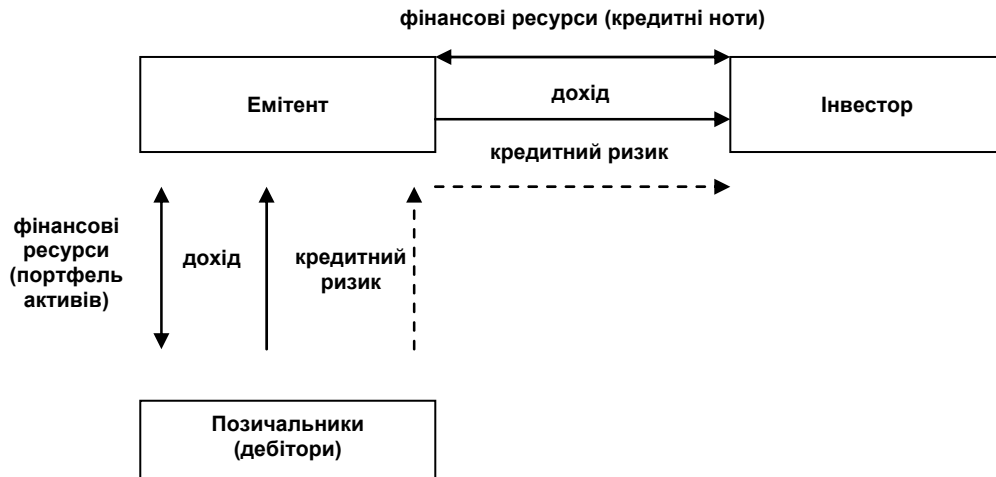


Рис. 2. Схема випуску та обігу кредитних нот

Таким чином, корпорація-емітент має наступні переваги від використання кредитних нот: повністю або частково передає кредитний ризик за портфелем активів; отримує можливість інвестувати кошти, отримані від продажу кредитних нот, у корпоративний розвиток або формувати нові портфелі активів; позбавляється необхідності надання інвесторам додаткових гарантій та застав, використовуючи у якості забезпечення існуючий портфель активів.

У свою чергу, для інвестора фінансова привабливість кредитних нот полягає у наступному: гарантоване повернення основної суми боргу за рахунок активів, що виступають у якості забезпечення за кредитними нотами, навіть за умови банкрутства емітента або його відмови вчасно повертати борг; вища, порівняно з традиційними корпоративними облігаціями, доходність, що є привабливим фактором для інвесторів, схильних до ризику.

Використання кредитних нот, як цінних паперів, що займають проміжну позицію між забезпеченими цінними паперами та цінними паперами з прив'язкою до базового активу, є доступним не для всіх корпорацій, оскільки вимагають наявності значного за розміром портфелю однорідних активів. Найбільш вірогідними потенційними емітентами кредитних нот в Україні є комерційні банки та великі нефінансові корпорації, що мають значний обсяг дебіторської заборгованості, тобто постійно надають комерційні кредити.

Оскільки в Україні на сьогодні функціонує порівняно невелика кількість великих корпорацій з високим кредитним рейтингом, однією з невирішених проблем залишається фінансування невеликих за розміром та новостворених корпорацій, які ще не сформували кредитну репутацію. Ми пропонуємо вирішення цієї проблеми за допомогою випуску забезпечених боргових цінних паперів у корпоративному пулі за участю фінансового посередника з високим кредитним рейтингом, наприклад, комерційного банку. При цьому не виникає необхідності створення спеціальної інвестиційної компанії – SPV, що сприяє значній економії ресурсів. Водночас така емісія не може здійснюватись без участі фінансового посередника (комерційного банку), оскільки він виконує широкий спектр функцій, які кожен з учасників не може виконати окремо, зокрема збирання заявок учасників пулу та оцінювання їх кредитоспроможності, оцінку фінансової надійності активів, що пропонуються у якості забезпечення за цінними паперами, купівлю активів, що пропонуються у якості забезпечення, випуск забезпечених цінних паперів з високим кредитним рейтингом від свого імені, а також погашення забезпечених

цінних паперів за рахунок доходів, отриманих від викуплених у корпорацій активів.

Особливої уваги заслуговує система розподілу ризиків при використанні даної схеми випуску забезпечених цінних паперів. Незважаючи на те, що банк повністю викуповує заборгованість корпорацій, тобто набуває права власності на активи, що виступають у якості забезпечення, він має можливість хеджувати кредитний ризик за цими активами за допомогою придбання кредитних свопів у корпорації. У випадку неповернення основної суми боргу або відсотків за активами, банк повертає корпорації боргові папери (кредитні договори, векселі) і має право вимагати від корпорації грошової компенсації у розмірі основної суми боргу та відсотків, що залишилися до погашення (або іншої суми, передбаченої угодою про кредитні свопи). Таким чином, корпорації отримують фінансові ресурси від розміщення забезпечених цінних паперів, але самостійно несуть кредитний ризик за активами, які були сформовані ними та передані банку.

Високий кредитний рейтинг забезпечених цінних паперів у корпоративному пулі забезпечується за рахунок високої надійності та кредитоспроможності комерційного банку-емітента та ретельної перевірки надійності активів, що виступають у якості забезпечення, менеджерами корпорацій та банку.

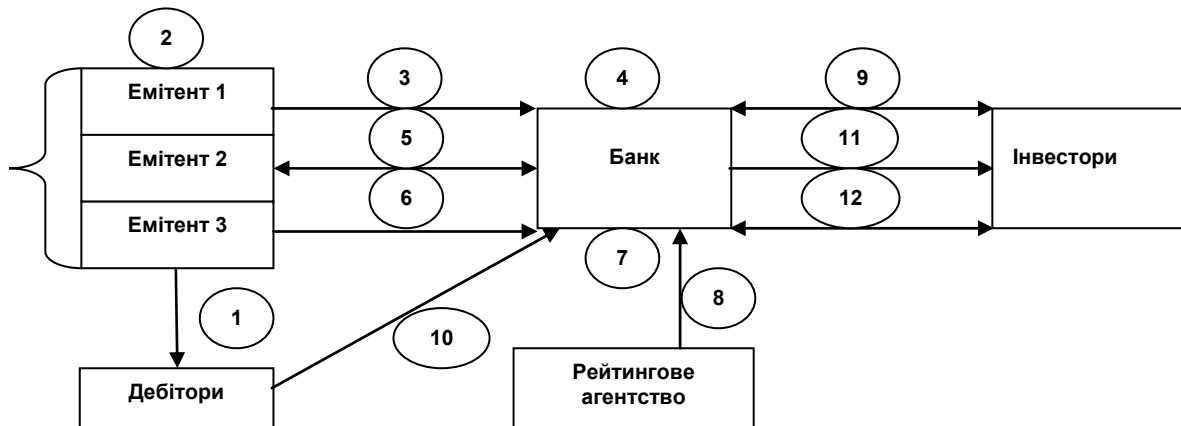
Схема випуску забезпечених боргових цінних паперів у корпоративному пулі зображена на рис. 3.

Застосування корпораціями випусків забезпечених боргових цінних паперів у корпоративному пулі сприятиме збільшенню кількості учасників фондового ринку України; покращенню умов боргового фінансування корпорацій та створенню умов для розширеного відтворення корпоративного капіталу; оптимізації обсягу та структури ринку цінних паперів за рахунок посилення конкуренції.

В умовах економічної нестабільності для корпорацій особливої актуальності набуває можливість випуску цінних паперів з прив'язкою до базового активу. В залежності від особливостей господарської діяльності з метою нівелювання факторів ризику корпорації можуть використовувати у якості базового активу за цінними паперами акції, відсоткові ставки або курси валют. Наприклад, якщо через нестабільність на фондовому ринку компанія передбачає можливість змін ринкової вартості акцій, базовим активом мають виступати акції; для компаній, що працюють на міжнародних ринках і підпадають під дію валютного ризику – валютні курси; для компаній, що мають значну частку позичкового капіталу – ставки відсотка за кредитом тощо. За допомогою випуску цінних паперів з прив'язкою до базового активу корпорації можуть част-

ково перекласти ризики на інвесторів та компенсувати втрати, пов'язані зі змінами економічного середовища. Однак корпораціям слід мати на увазі, що за посткризових умов інвестиційно привабливими будуть лише цінні папери з повним або принаймні частковим захистом ос-

новної суми вкладу. Для зростаючих корпорацій ефективними можуть бути цінні папери з орієнтиром, дохід за якими залежить від того, чи досягне ціна акцій цієї корпорації певного обумовленого значення.



1. Формування дебіторської заборгованості корпорацій.
2. Вибір надійних активів, що можуть служити у якості забезпечення за борговими цінними паперами.
3. Передача банку заявки та інформації про активи, що виступають у якості забезпечення.
4. Оцінка фінансової надійності активів, прийняття рішення щодо придбання активів.
5. Передача активів на баланс банку.
6. Хеджування кредитного ризику банку за допомогою купівлі кредитних свопів у корпорацій.
7. Формування пулу активів банку, під які планується випуск цінних паперів.
8. Присвоєння кредитного рейтингу забезпеченим цінним паперам.
9. Емісія та розміщення цінних паперів серед інвесторів.
10. Отримання банком доходів за активами, що виступають у якості забезпечення.
11. Виплата інвесторам доходів за цінними паперами.
12. Вкуп цінних паперів у інвесторів наприкінці строку їх обігу.

Рис. 3. Схема випуску та обігу забезпечених боргових цінних паперів у корпоративному пулі

Останній вид інноваційних боргових цінних паперів, який ми пропонуємо до запровадження – цінні папери з вбудованими деривативами. Складність їх застосування в Україні залежить перш за все від того, чи є деривативи віддільними чи невіддільними від основного інструменту. Цінні папери з невіддільними деривативами (облігації з правом дострокового викупу, обмінні облігації) не мають особливих вимог щодо оформлення, реєстрації та використання, тому можуть оформлюватись шляхом укладання угоди між емітентом та інвесторами. Щодо використання віддільних деривативів, дія яких не залежить від поведінки основного фінансового інструменту, на сьогодні існує низка законодавчих та технічних обмежень. Зокрема, досі не прийнято закон "Про похідні (деривативи)", проект якого був поданий на розгляд у 2007 році; існуючі положення, що регулюють випуск та обіг деривативів, часто суперечать одне одному та значно звужують можливість використання деривативів порівняно з загальноприйнятими світовими стандартами. Ці явища роблять використання деривативів неможливим ні на внутрішньому, ні на зовнішньому фінансових ринках.

Теоретично можливий випуск цінних паперів з вбудованими деривативами, що мають різні за економічною природою базові активи – товари, валютні або фондові цінності. Але найчастіше на практиці використовуються цінні папери з вбудованими опціонами на купівлю інших цінних паперів. Українське законодавство передбачає випуск лише одного виду боргових цінних паперів з вбудованими деривативами – облігацій з варрантом, що являють собою комбінацію традиційної корпоративної облігації і варранта на придбання акцій. Варрант є різновидом опціону на купівлю (опціон call), який випускається емітентом разом із власними облігаціями та надає його

власникові право на придбання простих акцій чи облігацій даного емітента протягом певного періоду на заздалегідь узгоджених умовах. Варранти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами і тільки в документарній формі. Термін дії варранту не повинен перевищувати один рік, а обсяг базового активу емітента варрантів – 50 % обсягу акцій даного емітента, випуски яких було зареєстровано [7].

Згідно з Правилами випуску та обігу фондових деривативів опціони та ф'ючерси на базові активи повинні бути оформлені у вигляді стандартизованих контрактів, підлягають обов'язковій реєстрації у ДКЦПФР та можуть обертатися виключно на фондових біржах і торгово-інформаційних системах [7]. Оформлення ф'ючерсу як стандартизованого контракту, що обертається на біржовому ринку, відповідає світовій практиці. Проте опціони у розвинених країнах, як правило, випускаються шляхом укладання відповідного договору між сторонами щодо конкретного майна, що є предметом конкретної угоди. За такого механізму здійснення трансакції не виникає необхідності реєструвати опціони в державному регуляторному органі, а також висувати вимоги щодо їх розміщення виключно на біржовому ринку.

На сьогодні випуск цінних паперів з вбудованими деривативами є досить дорогим, обтяжливим і ризикованим для українських корпорацій, тому такі цінні папери залишаються поза увагою емітентів та інвесторів. Незважаючи на те, що облігації з варрантом законодавчо передбачені в Україні, існує необхідність впорядкування та уніфікації нормативних документів, що регулюють обіг деривативів.

Таким чином, дослідивши кожен з видів інноваційних боргових цінних паперів з точки зору доцільності та

можливості їх використання українськими корпораціями, ми дійшли висновку про необхідність застосування в Україні продуктів фінансового інжинірингу, оскільки вони дозволяють значно розширити кількість емітентів та інвесторів на ринку корпоративних боргових цінних паперів. Використовуючи методи фінансового інжинірингу, кожна корпорація, залежно від особливостей діяльності, може сконструювати структурований продукт, який найбільшою мірою відповідатиме її потребам та можливостям за строками, обсягом, тривалістю підготовки та реєстрації, забезпеченням, характером базових активів тощо. З огляду на сучасну економічну ситуацію в Україні, а також недостатню довіру інвесторів до вкладень на фондовому ринку, на сьогодні потенційно привабливими для вітчизняних корпорацій можуть бути структуровані цінні папери з повним або частковим захистом основної суми вкладу, оскільки цінні папери з підвищеним рівнем ризику не користуватимуться попитом інвесторів. За умови створення відповідного механізму використання цих боргових цінних паперів існує

можливість введення в дію інших нових корпоративних боргових цінних паперів.

1. Витвицкий М. Синтетическая секьюритизация как инструмент управления кредитным риском / М. Витвицкий // Материалы Международного банковского клуба "Аналитика без границ" [Электронный ресурс] – Режим доступа: www.mbka.ru/item209/. 2. Воробьева З.А. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций: дис... канд. экон. наук: 08.00.10. / Воробьева Зоя Александровна. – Москва, 2004. – 305 с. 3. Ли Ч.Ф. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. / Ч.Ф. Ли, Дж.И. Финнерти. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686 с. 4. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с. 5. Міщенко В.І. Гібридний капітал банку: світовий досвід, перспективи впровадження в Україні / В.І. Міщенко, В.В. Крилова, В.В. Салтинський, О.Г. Приходько. – К.: НБУ. Центр наукових досліджень, 2009. – 180 с. 6. Офіційний веб-сайт Міжнародної асоціації фінансових інженерів [Електронний ресурс] – Режим доступу: www.iafe.org. 7. Правила випуску та обігу фондових деривативів: Рішення ДКЦПФР від 24.06.1997 №13 [Електронний ресурс] – Режим доступу: www.ligazakon.ua. 8. Харченко А. Облигации с акцентом: станут ли конвертируемые облигации панaceей для украинских компаний, нуждающихся в дешевых ресурсах / А. Харченко [Электронный ресурс] – Режим доступу: <http://investory.com.ua>.

Надійшла до редколегії 18.09.2009

Д. Колечко, директор департаменту роздрібних ризиків, Райффайзен банк Аваль (м. Київ)

РИЗИКИ В МОДЕЛЯХ ПОЗАОФІСНОГО БАНКІНГУ

В статті розглянуто характеристики сучасних моделей позаофісного банкіну з використанням роздрібних агентів, обґрунтовано доцільність і умови їх практичної реалізації, структуровано ризики в моделях позаофісного банкіну.

In article characteristics of modern models extraoffice banking with use of retail agents are considered, the expediency and conditions of their practical realisation is proved, risks in models extra-office banking are structured.

I. Вступ. Підвищення доступності банківських послуг є одним із самих актуальних завдань сучасної банківської системи. Його вирішення вимагає нових підходів до організації каналів доступу до банківських послуг. Нових – як з організаційної, так і з технологічної точки зору. Все більша кількість банків у багатьох країнах світу реалізують нові технології розширення прибуткового бізнесу, заснованого на наданні фінансово-кредитних послуг тим шарам населення, які раніше не користувалися даними послугами (Unbanked Population). Замість того, щоб використовувати для цього приміщення банківських відділень і власних співробітників, вони пропонують банківські продукти і послуги, використовуючи поштові відділення і точки роздрібної торгівлі, у тому числі продуктові магазини, аптеки, а також автозаправочні станції.

Для малозабезпечених шарів населення позаофісний банкінг (Branchless Banking) із залученням роздрібних агентів може виявитися набагато більш зручним і ефективним механізмом доступу до банківських послуг, ніж відвідування відділення (надання послуг у банківському офісі). При цьому роздрібні агенти можуть і не бути такими в юридичному плані, тобто не мати ліцензії на прийом депозитів і видачу готівки, передбаченої банківським законодавством, а робити це лише від імені банку, виконуючи роль позаофісних касових вузлів.

Проблеми управління банківськими ризиками досліджуються вітчизняними і зарубіжними науковцями, серед яких Бріггем Е. [2], Ван-Хуз В.[7], Вітлінський В. [3; 4; 5], Міллер Р. [7], Мороз А. [1], Примостка Л. [8; 9], Пуховкіна М. [1], Редхед К. [10], Роуз П. [11], Савлук М. [1], Сінкі Дж. [12], Х'юс С. [10] та інші. Проте ризикам в моделях позаофісного банкіну є практично недослідженим питанням і потребує подальших детальних досліджень.

II. Постановка завдання. Метою статті є структуризація ризиків у моделях сучасного позаофісного банкіну.

III. Результати. На сьогодні у світі одержали розвиток дві моделі позаофісного банкіну з використанням роздрібних агентів:

- ✓ перша – здійснюється безпосередньо банком;
- ✓ друга – комерційними небанківськими (нефінансовими) організаціями.

В обох моделях використовуються інформаційні і комунікаційні технології, а саме: мобільні телефони, дебетові платіжні картки, передплатені картки, термінальні пристрої зчитування та передачі карткових даних про операції від роздрібних агентів клієнтам або банкові.

Позаофісний банкінг є дискусійним питанням. Дискусії пов'язані з ризиками нових підходів до банківського обслуговування; з тим, яким чином реагувати на ці ризики; з питанням, чим позаофісний банкінг вигідно відрізняється від традиційного банківського обслуговування у відділеннях. Лідерами розвитку позаофісного банкіну є п'ять країн: Бразилія, Індія, Південна Африка, Філіппіни і Кенія.

Для банків позаофісний банкінг через роздрібних агентів являє цінність у плані зниження (дуже значного) витрат на надання послуг, скорочення черг у відділеннях банків і виходу на нові ринки. Витрати на відкриття точки продажу з використанням роздрібною агента складають менш 0,5 % витрат на відкриття нового відділення банку. Наприклад, у Бразилії та Індії комерційні банки використовують роздрібних агентів для того, щоб відповідати запровадженням законодавчим або нормативним вимогам щодо надання кредитів у сільських або просто бідних районах, які вони не в змозі були б рентабельно обслуговувати, використовуючи механізм традиційних банківських відділень.

Для операторів мобільного зв'язку різновиди "електронних грошей" збільшують дохід з абонентів та сприяють збереженню ринкової частки, оскільки клієнти, які мають рахунки для "електронних грошей", скоріше за все, не змінюватимуть провайдеру послуг. У роздрібних агентів більше всього комерційних причин, щоб зацікавитися таким проектом: по-перше, за здійснення операцій на користь банків вони отримують додатковий прибуток, використовуючи вільні гроші і недостатньо звантажений персонал; по-друге, вони отримують додатковий прибуток від основної діяльності за рахунок збільшення відвідувань з боку клієнтів, які звертаються за банківськими послугами.

Базовими моделями позаофісного банкіну є модель з використанням банку (Banked model) і модель з використанням небанківської (нефінансової) організації (Nonbanked model).