

Міністерство освіти і науки України  
Державний вищий навчальний заклад  
«Національний гірничий університет»



**О.П. ДРІГА**

## **ОБЛІК І АНАЛІЗ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ**

**Монографія**

Дніпро  
НГУ  
2016

УДК 657.222:336.76(043.3)

ББК 65.052

Д 74

Рекомендовано до видання вченою радою Державного ВНЗ «Національний гірничий університет» (протокол № 13 від 18.10.2016).

Рецензенти:

**С. Ф. Легенчук** – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри обліку і аудиту Житомирського державного технологічного університету;

**В. О. Іваненко** – кандидат економічних наук, доцент кафедри обліку і аудиту Житомирського державного технологічного університету.

**Дріга О.П.**

**Д 74** Облік і аналіз сек'юритизації активів: монографія / О.П. Дріга ; М-во освіти і науки України, Нац. гірн. ун-т. – Дніпро: НГУ, 2016. – 212 с.

ISBN 978-966-350-622-7

Присвячено обґрунтуванню теоретичних положень і розробці практичних рекомендацій з удосконалення обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів. Розроблено комплексний організаційно-методичний підхід до бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів як у її ініціатора, так і емітента цінних паперів шляхом виокремлення складових облікової політики, розробки первинної документації за відповідними операціями, а також удосконалення порядку відображення таких операцій на рахунках бухгалтерського обліку та у звітності підприємства. Обґрунтовано необхідність і порядок застосування бухгалтерського аутсорсингу в діяльності SPV. Запропоновано напрями розвитку аналітичного забезпечення операцій сек'юритизації активів.

УДК 657.222:336.76(043.3)

ББК 65.052

ISBN 978-966-350-622-7

© О.П. Дріга, 2016

© ДВНЗ «Національний гірничий університет», 2016

## ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА .....	4
<b>Розділ 1. СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ АКТИВІВ У ОБЛІКОВО-АНАЛІТИЧНОМУ АСПЕКТІ.....</b>	<b>6</b>
1.1. Термінологічне визначення сек'юритизації активів для цілей бухгалтерського обліку .....	6
1.2. Види сек'юритизації активів та їх зв'язок з організацію бухгалтерського обліку та аналізу .....	20
1.3. Об'єкти бухгалтерського обліку в процесі сек'юритизації активів.....	37
Висновки до розділу 1 .....	58
<b>Розділ 2. ОБЛІК СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ.....</b>	<b>60</b>
2.1. Облік операцій сек'юритизації активів з точки зору її ініціатора.....	60
2.2. Облік операцій сек'юритизації активів з точки зору спеціально створеного посередника (SPV) .....	80
2.3. Облік операцій цінних паперів, забезпечених активами .....	98
Висновки до розділу 2 .....	108
<b>Розділ 3. АНАЛІЗ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ .....</b>	<b>109</b>
3.1. Фінансовий аналіз ініціатора сек'юритизації активів .....	109
3.2. Аналізу якості пулу активів у процесі сек'юритизації.....	120
3.3. Ефективність сек'юритизації активів для ініціатора.....	130
Висновки до розділу 3 .....	140
<b>ЗАГАЛЬНІ ВИСНОВКИ І РЕКОМЕНДАЦІЇ.....</b>	<b>142</b>
<b>ЛІТЕРАТУРА .....</b>	<b>145</b>
<b>ДОДАТКИ .....</b>	<b>166</b>

## ПЕРЕДМОВА

Невизначеність умов діяльності, постійна конкуренція, зростання темпів інфляції, а також дефіцит доступних фінансово-інвестиційних ресурсів в умовах браку власних коштів змушують суб'єктів господарювання (як фінансового, так і реального сектору) шукати нові фінансові інструменти, які б вирішили проблему залучення додаткового фінансування, а також мінімізації ризиків, пов'язаних з їх діяльністю. У цьому контексті особливого значення набуває сек'юритизація активів, як інноваційний механізм структурованого фінансування, який дозволяє рефінансувати діяльність її ініціатора, зменшити та перерозподілити його ризики, а також управляти рівнем ліквідності активів за рахунок зміни їх структури.

Отримавши розвиток в 1970-х роках у США, механізм сек'юритизації став своєрідною революцією у фінансовому секторі економіки і, на думку багатьох фахівців, став однією з головних фінансових інновацій другої половини ХХ століття, забезпечивши потужний імпульс для розвитку глобальної фінансової індустрії. Для українського ринку цінних паперів сек'юритизація також може стати ефективним інструментом створення нових можливостей для залучення фінансування та інвестування. Проте нерозвинутість вітчизняного фондового ринку та відсутність відповідного законодавчого підґрунтя як в частині механізму проведення сек'юритизації в цілому, так і щодо бухгалтерського забезпечення, стримують адаптування прогресивного зарубіжного досвіду. Тому на сьогодні виникає об'єктивна необхідність розробки теоретичних та організаційно-методичних положень, спрямованих на формування обліково-аналітичної інформації для забезпечення управління сек'юритизацією активів.

Враховуючи результати проведених попередниками досліджень та не применшуючи їх значення, невирішеними залишаються окремі теоретико-практичні аспекти обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів, зокрема визначення місця операцій сек'юритизації активів у складі об'єктів бухгалтерського обліку та економічного аналізу, а також організаційно-методичні засади формування обліково-аналітичної інформації в контексті задоволення потреб управління сек'юритизацією активів. Необхідність вирішення вказаних проблемних питань зумовлює актуальність і вибір теми наукового дослідження.

У даній монографії викладено результати дослідження щодо наукового обґрунтування теоретичних положень і розробки практичних рекомендацій, спрямованих на удосконалення обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів.

Метою дослідження стало уточнення економічної сутності, специфічних рис та функціонального призначення сек'юритизації активів для формування облікового підходу до її трактування; систематизація існуючих підходів до класифікації сек'юритизації активів як основи її адаптації до цілей бухгалтерського обліку та економічного аналізу; визначення особливості механізму сек'юритизації активів для ідентифікації складу об'єктів, які підлягають бухгалтерському відображенню; розроблення напрямів удосконалення організаційно-методичних положень облікового відображення

операцій сек'юритизації активів для формування інформаційного забезпечення процесу управління; формування механізму застосування бухгалтерського аутсорсингу в процесі сек'юритизації активів; виявлення та охарактеризування впливу сек'юритизації активів на показники фінансово-майнового стану компанії-оригінатора для обґрунтування рішення щодо доцільності її застосування; окреслення напрямів оцінки сформованого пулу активів для фінансово-економічного обґрунтування їх придатності до сек'юритизації; обґрунтування методичних підходів до оцінки ефективності сек'юритизації активів з точки зору її ініціатора для прийняття рішення щодо доцільності та перспектив подальшого застосування такого механізму фінансування.

У першому розділі досліджено генезис розвитку сек'юритизації активів як фінансової інновації; визначено її економічний зміст та удосконалено класифікацію сек'юритизації активів; ідентифіковано господарські операції, які підлягають обліковому відображенню в процесі сек'юритизації активів.

Другий розділ присвячено комплексному дослідженню та розвитку питань організації і методики відображення в бухгалтерському обліку операцій сек'юритизації активів як у її ініціатора, так і емітента забезпечених цінних паперів (SPV).

У третьому розділі охарактеризовано вплив основних моделей сек'юритизації активів на показники фінансово-майнового стану компанії-оригінатора, а також розвинуто методичні підходи до оцінки сек'юритизаційного пулу активів та ефективності сек'юритизації активів з точки зору її ініціатора.

За результатами дослідження, представлених у монографії, сформовані висновки та рекомендації концептуального, теоретико-методологічного та практичного характеру.

## Розділ 1 СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ АКТИВІВ У ОБЛІКОВО-АНАЛІТИЧНОМУ АСПЕКТІ

### 1.1. Термінологічне визначення сек'юритизації активів для цілей бухгалтерського обліку

Нестабільність на світових фінансових ринках, постійна конкуренція, невизначеність умов діяльності, зростання темпів інфляції та нестача коштів змушують фінансові інститути шукати нові інструменти для залучення додаткового фінансування. Що стосується підприємств реального сектора економіки, то їх оновлення, технічне переозброєння та створення нових висококонкурентних виробництв також значною мірою стримується через дефіцит доступних фінансово-інвестиційних ресурсів в умовах браку власних коштів. У цьому контексті особливого значення набуває сек'юритизація як інноваційний механізм структурованого фінансування на вигідних умовах, який дозволяє залучати фінансові ресурси шляхом емісії та розміщення цінних паперів, забезпечених активами.

З'явившись на початку 1970-х рр. у США, механізм сек'юритизації став свого роду революцією у фінансовому секторі. Сьогодні його називають однією з найважливіших інновацій ХХ століття, що дала новий імпульс розвитку глобальної фінансової індустрії.

Солдатова А.О. стверджує, що цей фінансовий інструмент захопив провідні сектори ринку капіталів із загальним оборотом, що перевищує трильйони доларів, ставши одним з напрямків дезінтермедіації на фінансовому ринку, що зумовило подальше заміщення традиційних форм банківського кредитування альтернативними джерелами фінансування з використанням інструментів ринку капіталу [218, с. 253].

Фактично поява інституту сек'юритизації є однією з віх на шляху тисячолітнього процесу пошуку забезпечення, що почався ще з грецької *hypotheca* (іпотеки) і отримав розвиток в інститутах Римського права *pinus* (застава), *feducia* (передача титулу) і безпосередньо *hypotheca* (іпотека) [95, с. 62].

У західній літературі існує кілька концепцій, що пояснюють виникнення сек'юритизації (Додаток А).

Відомий швейцарський фінансист Х.П. Бер у своїй монографії "Сек'юритизація активів: сек'юритизація фінансових активів – інноваційна техніка фінансування банків" більш повно демонструє причини появи сек'юритизації в широкому розумінні, об'єднуючи їх у чотири групи (Додаток Б).

Як вказують матеріали, досліджених нами джерел [26; 12; 218; 95; 283; 294], свою сучасну форму техніка сек'юритизації активів стала набувати наприкінці 60-х-початку 70-х років ХХ століття, проте формування попередніх умови для її створення розпочалося в США ще в 30-х рр., коли виникла гостра необхідність рівномірного розподілу фінансових коштів між регіонами США в результаті прийнятих жорстких законодавчих обмежень у сфері банківської діяльності:

1) було встановлено чітку спеціалізацію діяльності фінансових установ, зокрема, комерційні банки здійснювали операції з цінними паперами, в той час, як

операції комерційних банків та ощадних інститутів обмежувались залученням коштів на депозити та кредитуванням);

2) кредитні та іпотечні операції місцевих комерційних банків та ощадних фінансових інститутів могли здійснюватися виключно на території тих штатів, де були розташовані їх головні управління.

Так, якщо на західному узбережжі США спостерігався високий попит на іпотечні кредити та нестача заощаджень, то в інших регіонах невисокий попит на іпотеку значно перекривався обсягом коштів, залучених на депозитні вклади. Регіональні ж обмеження діяльності фінансових інститутів призводили до того, що капітал із фінансово забезпечених регіонів не мав можливості перетікати в регіони з дефіцитом фінансових ресурсів. В таких умовах регіонального дисбалансу сек'юритизація активів стала тим інструментом, який дозволив спрямовувати грошові кошти у потрібному напрямку. Таким чином, ощадні інститути, розташовані на східному узбережжі, купуючи Mortgage-Backed Securities, змогли обхідним шляхом надати капітал позичальникам із Заходу, а ідея передачі (продажу) іпотечних кредитів юридично самостійним організаціям, по відношенню яких не діяли вищезазначені обмеження, змогли розміщувати власні цінні папери на території всієї країни, що дозволило обійти існуючі регіональні обмеження [26, с. 391].

Наступним поштовхом на шляху виникнення сек'юритизації був розвиток американського ринку фінансування житлового будівництва, а також впроваджені заходи по стимулюванню попиту на іпотеку. Зокрема, з 1930-х рр. при покупці житлової нерухомості відсотки за іпотечними кредитами віднімалися з оподаткованої бази. Крім того, зародження сек'юритизації пов'язують з прийняттям у 1934 р. Національного житлового закону (National Housing Act), який передбачав створення Федеральної житлової адміністрації, одним із напрямків роботи якої було забезпечення іпотечних кредитів, що надаються фізичним особам.

Згодом сек'юритизація активів стала основним інструментом впровадження в життя політики уряду, спрямованої на зменшення вартості іпотечного кредитування. Так, були утворені три урядових іпотечних агентства (Федеральна національна іпотечна асоціація «Fannie Mae» (1938 р.), Державна національна іпотечна асоціація «Ginnie Mae» (1968 р.) і Федеральна іпотечна корпорація житлового кредитування «Freddie Mac» (1970 р.)), діяльність яких була спрямована на стимулювання будівельної галузі. Спочатку зазначені агентства здебільшого надавали гарантії виконання зобов'язань за іпотечними кредитами, виданими приватними банками. Проте, вже у 1970 р. Ginnie Mae емітувала перший випуск цінних паперів, забезпечених пулом іпотечних кредитів. Структура випуску була досить простою, вона не припускала додаткового забезпечення або перерозподілу фінансових потоків, оскільки цінні папери забезпечувалися або прямими, або непрямыми гарантіями уряду. Таким чином, розвитком ідеї стимулювання іпотечного ринку став викуп цими агентствами у банків прав вимоги за іпотечними кредитами і випуск облігацій, виплати по яких були прив'язані до платежів позичальників по іпотечних кредитах.

Історично іпотечні кредити були першими сек'юритизованими активами і досі залишаються найбільш популярними та еталонними завдяки тривалим фінансовим

потокам, передбачуваності, прозорості кредитної історії, а також низьким ризикам. Проте, з середини 80-х років розпочалась ера неіпотечних активів, причому з кожним роком коло сек'юритизованих активів постійно розширювалося: у 1985 році була здійснена перша сек'юритизація з використанням прав вимоги за кредитами на купівлю комп'ютерів (банк First Boston провів андеррайтинг публічного розміщення цінних паперів загальною номінальною вартістю у 192 млн. дол. США), у 1986 році – з використанням прав вимоги банку до власників кредитних карт (було здійснено приватне розміщення цінних паперів загальною номінальною вартістю 50 млн. дол. США), а до 1990-х років в угодах стали використовуватися практично будь-які активи, які могли генерувати дохід у майбутньому (рис. 1.1).

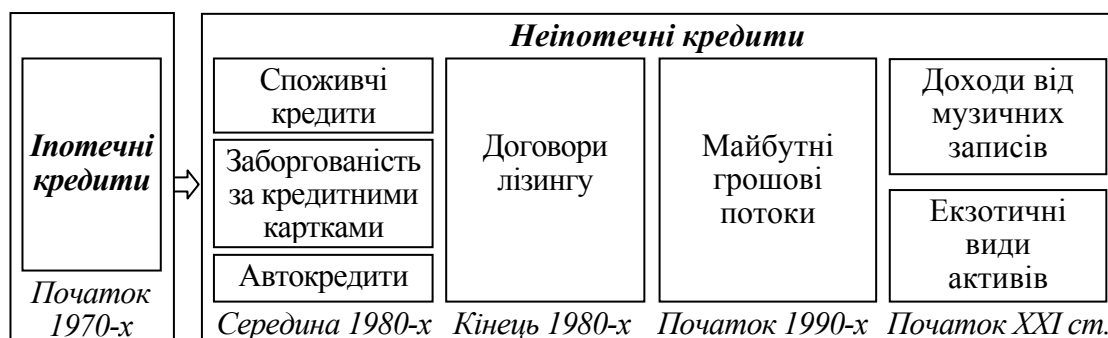


Рис. 1.1 Періодизація розвитку предмету сек'юритизації

Поступово різні класи активів залучалися до процесу сек'юритизації. При чому, найпопулярнішими активами після іпотечних кредитів стали автокредити та заборгованість за пластиковими картками. Загалом, з 1987 р. по 1995 р. в США було проведено 311 угод за кредитними картками і 277 угод з сек'юритизації автомобільних кредитів [26, с. 415].

Цінні папери, забезпечені автокредитами, в силу їх більш швидкого терміну погашення у порівнянні з іпотечними кредитами і, відповідно, відносно високою передбачуваністю майбутніх потоків, вважалися менш ризиковими і тому були досить привабливими для інвесторів.

Переваги сек'юритизації активів стали використовувати вже не лише банки (Citibank, Bank of America, Chase Manhattan Bank, Merrill Lynch), але й інші фінансово кредитні організації (American Express, VISA), автовиробники (General Motors, BMW, Volkswagen, Hyundai, Ford, Volvo, Mercedes Benz), авіакомпанії (American Airlines, United Airlines, Continental Airlines, USAir), страхові компанії, лізингові (National Car Rental), торгові (Wal Mart Stores, Sears Roebuck & Co), промислові виробники (Caterpillar Inc), підприємства громадського харчування (Burger King), компанії сфери послуг та індустрії розваг (Walt Disney Corp.), використовуючи для цього часом несподівані активи від продажів квитків на спортивні змагання до очікуваних доходів від музичних записів [218, с. 260].

Зокрема, до кінця 1980-х рр. широке застосування отримала сек'юритизація лізингових активів. А з початку 1990-х рр. пріоритетним напрямком на ринку стала сек'юритизація майбутніх грошових потоків. Так, до кола активів, що беруть участь в сек'юритизації додалися експортна виручка, права на видобуток нафти і газу,



платежі за транспортні послуги (авіа- та залізничні квитки), телефонні рахунки і комунальні платежі, виграші в лотереї, а також надходження у сфері розваг (кіно- і спортіндустрії), доходи від майбутніх продаж музичних записів.

У другій половині 1980-х років розпочалося розширення кордонів ринку цінних паперів, забезпечених активами. Першою європейською країною, яка освоїла сек'юритизацію стала Великобританія. При цьому, поява Європейського ринку сек'юритизації активів, а саме британського ринку ABS, на відміну від США була обумовлена не низькою ефективністю фінансових посередників та економічною необхідністю, а в першу чергу присутністю на ринку Великобританії американських інвестиційних банків та бізнес-консультантів, які активно впроваджували відповідні концепції.

Уряд Великобританії використовував сек'юритизацію для фінансування своєї «ініціативи приватного фінансування» – політики, спрямованої на приватизацію і виведення зі своєї структури деяких урядових функцій, наприклад, будівництва та забезпечення функціонування в'язниць, лікарень і шкіл [182, с. 113].

У кінці 80-х - початку 1990-х років сек'юритизація з'являється у Західній Європі (Франції, Іспанії, Бельгії, Німеччини, Італії та ін.), Канаді, Австралії та Японії. При чому, спочатку в угодах використовувалися саме іпотечні та споживчі кредити. У другій половині 90-х років зазначені угоди відбулися в ПАР, Гонконгу, Бразилії, Мексиці, Аргентині та Індії. Зокрема, у 1995 році були здійснені перші угоди сек'юритизації в Африці та Словенії, а у 1996 році – у Тайланді, Колумбії та Індонезії. І лише на початку XXI ст. цей механізм «потрапляє» до країн Центральної і Східної Європи, Північної Африки та Близького Сходу. У 2003 році техніка сек'юритизації почала використовуватися Польщею, Чехією, Казахстаном, у 2004 році – Росією та Латвією. Перші угоди сек'юритизації в Україні було здійснено лише у 2007 році.

Бер Х. зауважує, що основним каталізатором процесу міжнародного поширення сек'юритизації стало посилення на початку 1990-х років вимог наглядових органів до достатності власного капіталу кредитних організацій. Для банків виникла необхідність альтернативних варіантів списання з балансу тих видів активів, через які висувалися підвищені вимоги до власного капіталу [26, с. 405-406]. Тому для міжнародних банків сек'юритизація стала приваблива не лише тому, що вона відкривала можливість додаткового рефінансування, а й дозволяла виконувати вимоги щодо достатності капіталу, встановлених Базельським комітетом<sup>1</sup>.

Загалом, слід зауважити, що рівень розвитку відносин сек'юритизації в тій чи іншій країні відрізняється залежно від правової системи цієї країни, зрілості її фінансових ринків, валютних обмежень, податкового законодавства, положень бухгалтерського обліку, сформованої системи державного регулювання та відкритості економіки.

---

<sup>1</sup> Базельський комітет банківського нагляду був створений ще в 1975 році як об'єднання національних органів банківського нагляду. До нього увійшли представники наглядових органів і центральних банків розвинутих країн – Бельгії, Германії, Франції, Великобританії, Італії, Японії, Канади, Нідерландів, Швеції, Швейцарії, США і Люксембургу. Зазвичай, комітет проводить засідання в Базелі в Банку міжнародних розрахунків (BIS) [26, с. 406].

Продовжуючи далі розгляд питання розвитку ринку сек'юритизації активів, слід зазначити, що якщо спочатку досліджуваний механізм передбачав списання активу з балансу ініціатора сек'юритизації, тобто вона носила так званий позабалансовий характер, то поступово почали використовувати технології, що дозволяли досягати необхідних цілей без змін балансу. Новий вид сек'юритизації виник у другій половині 1990-х рр. і отримав назву синтетичної сек'юритизації. Така назва виникла через механізм її здійснення, оскільки ризики, пов'язані з сек'юритизованими активами, передавалися на ринок не шляхом безпосереднього продажу таких активів, а «синтетично» – без списання активів з балансу, використовуючи кредитні деривативи.

Перша угода синтетичної сек'юритизації – Broad Index Secured Trust Offering (BISTRO) – була проведена в грудні 1997 р. банком JP Morgan і представляла собою сек'юритизацію портфеля корпоративних кредитів на суму 9722 млн. дол. Таким чином банк JP Morgan придбав захист у формі кредитного дефолтного свопу [290, с. 328]. Головними причинами її виникнення стали, по-перше, наявність в деяких країнах законодавчих ускладнень і правових бар'єрів при здійсненні продажу фінансових активів, у тому числі банківських, і, по-друге, стрімкий розвиток ринку кредитних деривативів.

Перед комерційними банками – провідними покупцями кредитного захисту – синтетична сек'юритизація відкривала нові можливості. Вона дозволила: 1) знижувати обсяг резервів по базових зобов'язаннях; 2) передавати кредитний ризик зобов'язань без фактичного продажу самих зобов'язань; 3) зменшувати витрати на сек'юритизацію, оскільки її традиційні форми характеризувалися високою вартістю і можливістю застосування лише відносно великих кредитних портфелів. Інституційні інвестори завдяки даним інструментам отримали вільний доступ до тих секторів кредитного ринку, які раніше були їм не доступні, а також можливість для інвестування коштів в активи з різними характеристиками щодо ризику і доходності [74, с. 74]. Зокрема, голова Федерального резервного фонду США Алєн Грінспен зробив висновок, що кредитні деривативи «ефективно розподілили втрати від дефолту компаній Enron, Global Crossing, Railtrack, WorldCom і Swissair, перенісши їх від фінансових інститутів до страхових компаній, пенсійних фондів та інших організацій» [229, с. 36]. Таким чином, синтетична сек'юритизація могла відтворювати властивості класичної сек'юритизації в частині передачі економічних ризиків, але при цьому без передачі активів з балансу її ініціатора.

Зростання ринку сек'юритизації призвело до значного збільшення частки позикових коштів (співвідношення позикових і власних коштів в угодах сек'юритизації становило 1:15) [296, с. 13]. Даний механізм працював до тих пір, доки цінні папери були ліквідними і забезпеченими.

Проте, не зважаючи на складні економетричні моделі, що застосовувалися для прогнозування поведінки активів, призначених для сек'юритизації, ризики виявилися недооціненими. Необмежене зростання комісійних доходів банків-оригінакторів та іпотечних брокерів за рахунок безконтрольного розширення обсягів іпотечних кредитів призвело до зниження якості активів.

Кризу низькоякісних іпотечних кредитів безпосередньо спровокувало падіння цін на американському ринку нерухомості і зростання відсоткових

ставок на іпотечні кредити, за якими позичальники планували їх подальше рефінансування на більш вигідних умовах. А глобалізація дозволила кризі поширитися далеко за межі США.

Вочевидь, зміна кон'юнктури на ринку нерухомості зіграла проти планів великої кількості позичальників, внаслідок чого рефінансування значно ускладнилося і країною прокотилася хвиля неплатежів. Так, протягом 2007 року майже 1,3 млн. американських об'єктів нерухомості перебували в процесі позбавлення боржника права викупу закладеного майна за іпотечними кредитами, що перевищило показник попереднього року на 79% [279]. З проблемами прострочення або повного невиконання зобов'язань зіштовхнулися кредитори, інвестиційні банки, страховики і, нарешті, інвестори.

Збитки за низькоякісними кредитами стали перевищувати очікування і ціни на іпотечні цінні папери почали падати. У звіті Банку Англії за 2007 рік вказується, що «втрати від іпотечних цінних паперів стали каталізатором втрати впевненості у всіх структурованих кредитних продуктах і рейтингових агентствах». Розчарування інвесторів в рейтингових агентствах було пов'язано із запізнілим зниженням рейтингів цінних паперів, забезпечених низькоякісними кредитами. Підсумки кризи показали, що значна небезпека полягає у використанні історичних статистичних даних, які через відносну молодість низькоякісних кредитів не є достатньою підставою для побудови адекватних прогнозів [281]. Тому багато економістів, зокрема, К. Хілл (С. Hill) [278], ґрунтуючись на сукупності проблем, пов'язаних з діяльністю рейтингових агентств, висловилися за необхідність введення регулювання цього виду діяльності, перегляд методик присвоєння рейтингу.

Після усвідомлення того, що іпотечні та інші цінні папери, забезпечені активами, більш ризиковані, ніж вважалося раніше, рейтингові агентства знизили рейтинги страхових компаній, що гарантували виплати по структурованих цінних паперів.

Крім того, у вересні 2007 року рейтингове агентство Moody's [1] випустило спеціальний звіт з переліком заходів, спрямованих на поліпшення процесу рейтингування цінних паперів, забезпечених низькоякісними іпотечними кредитами. У звіті йшлося про необхідність додаткової перевірки незалежними сторонами достовірності інформації, що надається позичальниками, оцінювачами і брокерами, а також покладання відповідальності на таких учасників угод, як довірчі керуючі (trustee), основні агенти, обслуговуючі моніторинг заяв і гарантій, що надаються оригінаторами та емітентами іпотечних цінних паперів, забезпечених активами. Крім того, обслуговуючі агенти повинні щомісяця надавати інформацію на рівні окремих кредитів за всіма угодами сек'юрітизації іпотечних активів.

Не зважаючи на фінансову кризу 2007-2009 років, випуск сек'юрітизованих цінних паперів триває і досі. Зокрема, якщо у період кризи випуск цінних паперів, забезпечених сек'юрітизованими активами, різко знизився, то починаючи з 2010 року спостерігається позитивна динаміка. Звичайно, розвиток сек'юрітизації є нерівномірним як по регіонах, так і по країнах світу (табл. 1.1).

---

<sup>1</sup> Moody's Proposes Enhancements to Non-Prime RMBS Securitization. Special Report. Moody's Investors Service. 2007. September 25

## Динаміка ринку сек'юритизації активів\*

Регіони	Випуск цінних паперів, забезпечених активами, млн. євро							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
США	1783,6	206,5	326,2	492,3	399,2	447,5	474,8	394,6
Європа	491,3	45,8	18,5	72,5	71,0	68,0	56,8	96,1
Азія	89,9	31,1	41,3	44,4	58,4	61,6	63,7	65,3
<b>Загальний випуск</b>	<b>2364,8</b>	<b>283,4</b>	<b>386,0</b>	<b>609,2</b>	<b>528,5</b>	<b>577,2</b>	<b>595,3</b>	<b>556,0</b>

\*Складено на основі Звітів про сек'юритизацію асоціацій: ASIFMA<sup>1</sup>, AFME<sup>2</sup> і SIFMA<sup>3</sup>

Уцілому, у світі в 2014 році в порівнянні з двома попередніми роками спостерігається спад випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами (на 3,7% в порівнянні з 2012 р і на 6,6 % в порівнянні з 2013 р), хоча з 2011 року по 2013 рік відбувалося поступове збільшення такого випуску в середньому на 6,1%. Така ситуація насамперед обумовлена уповільненням зростання ринку сек'юритизації в США, оскільки в Європі та Азії, навпаки, спостерігається його активізація в 2014 році. Зокрема, обсяги випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами в 2014 році в порівнянні з 2013 роком зросли в Європі на 69,2%, а в країнах Азії – на 2,5%. При цьому, слід зазначити, що якщо в Європі спостерігається стрибкоподібна динаміка розвитку ринку сек'юритизації, то в Азії, починаючи з 2008 року, його поступове щорічне розширення. Вочевидь, що зазначені тенденції по окремих регіонах і країнах безпосередньо вплинули на структуру світового ринку сек'юритизації (рис. 1.2).

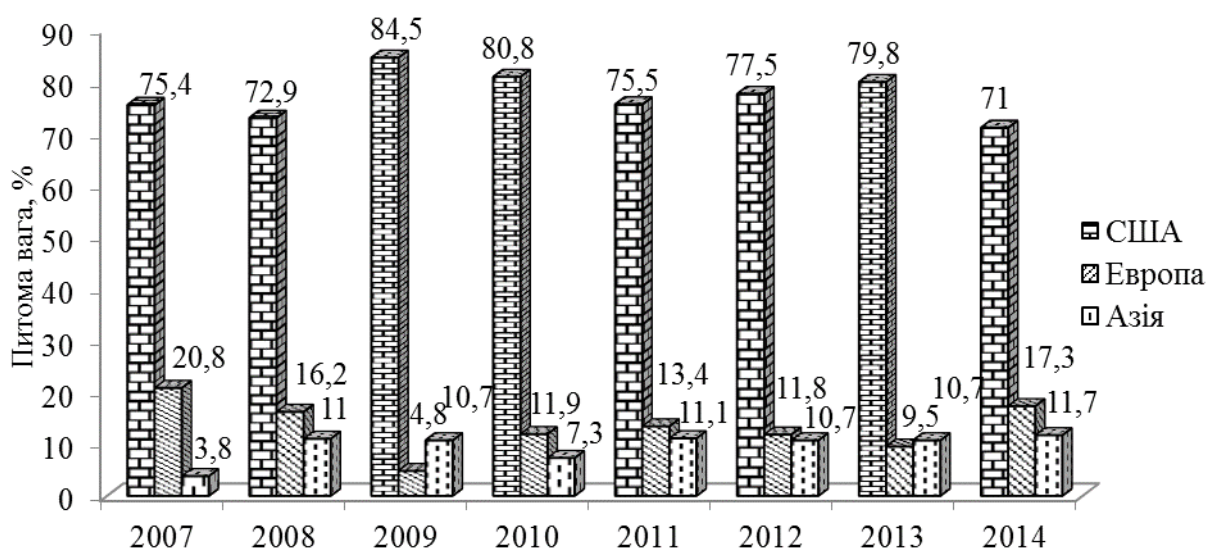


Рис. 1.2 Структура світового ринку сек'юритизації активів

Лідером традиційно залишаються США, частка яких на цьому ринку ще в 1996 р становила 93% і за 2007-2014 рр. не опускалася нижче 71%. Однак,

1 Securitisation Data Report / Asia Securities Industry and Financial Markets Association (ASIFMA). Режим доступу: <http://www.asifma.org>

2 Securitisation Data Report / Association for Financial Markets in Europe (AFME). Режим доступу: <http://www.afme.eu>

3 Securitisation Data Report / Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Режим доступу: <http://www.sifma.org>

починаючи з 2010 р. країни Європи почали збільшувати свою присутність на ринку сек'юритизації з 11,9 % в 2010 р до 17,3 % в 2014 р Також, відзначається зростання частки країн Азії, навіть у порівнянні з докризовим періодом. Так, якщо в 2007 р. частка їхнього ринку сек'юритизації становила 3,8 %, то в 2014 р. – 11,7 %. Отже, в цілому в 2014 році спостерігалось зниження частки ринку сек'юритизації в США та її збільшення в країнах Європи та Азії.

Підсумовуючи дослідження передумов виникнення та світових тенденцій розвитку сек'юритизації в умовах глобального фінансового ринку, можна виділити такі основні його етапи:

- виникнення передумов формування сек'юритизації (поч. 1930 рр.-кін. 1960 рр.);
- поява та апробація основних інструментів (1968-1985 рр.);
- розширення переліку активів та кордонів здійснення (інтернаціоналізація сек'юритизації) (1985-2007 рр.);
- період світової фінансової кризи (2007-2009 рр.);
- фаза стабілізації фінансового ринку (2009 р. - наш час).

Вочевидь, поява такого фінансового інструменту, як сек'юритизація, здебільшого зумовлена прискоренням економічного обороту високорозвинених країн, зростанням рівня конкуренції та глобалізації, а також формуванням іпотечного ринку цінних паперів.

Щодо самого терміну «сек'юритизація», то історія його виникнення бере свій початок з угоди під назвою «Bank America issue» (емісія Банку Америки). Так, у 1977 р. він вперше був запропонований Льюїсом Ранієрі (Lewis S. Ranieri) (головою іпотечного департаменту Salomon Brothers) репортерів Wall Street Journal Анн Монро (Ann Monroe) для опису у її статті андеррайтингу випуску цінних паперів Банком Америки (Bank of America), забезпечених заставою прав вимоги за іпотечними кредитами. Операція була заснована на використанні структури прямого розподілу (pass-through), за якої спеціальна проектна компанія (SPV) розподілила між власниками цінних паперів всі «згенеровані» пулом кредитів кошти на момент чергової виплати по таких паперах [95, с. 63].

Не дивлячись на те, що дане поняття виникло в кінці 1970-х років, а з початку 1980-х років вже активно використовувалось в економічній сфері, в науковому середовищі не сформувалося єдиного підходу до визначення сутності сек'юритизації.

Так, західні дослідники даного процесу Беррі Р. (Berry R.) та Франс Дж. (France J.) писали, що, лише в Лондоні на початку 90-х років існувало біля 279 визначень сек'юритизації [273]. Більш того, часто фінансисти і юристи абсолютно по-різному визначають цей процес, відзначаючи, що навіть у посткризовому законодавстві США його трактування відсутнє, і це не дивлячись на той величезний вплив сек'юритизації на розвиток кризи 2008 року [285].

З цього приводу відомий швейцарський дослідник в галузі сек'юритизації Ханс Пітер Бер (Hans Peter Bär) відзначає, що при розгляді всієї множини існуючих визначень необхідно враховувати ряд обставин. По-перше, слід звернути увагу на те, що деякі з них підкреслюють або окремі елементи, як, наприклад, продаж пулу

активів, використання пулу як покриття (забезпечення) цінних паперів, або факт відокремлення і передачі ризиків. По-друге, існує ряд спроб дати визначення, які охоплювали б всі можливі варіанти, у тому числі угоди, покриті активами (asset-backed transaction), проектне фінансування або навіть кредитування, що супроводжується забезпечувальним відступленням прав вимоги. Крім цього, термін «сек'юритизація активів» часто використовувався помилково. Це прикрі непорозуміння, швидше за все, пояснюється тим, що сек'юритизація активів не представляє собою чітко визначеної операції і залежно від конкретної юрисдикції та потреб клієнта будується на основі індивідуальних підходів, які враховують конкретну ситуацію, тобто виявляється «зшитим на замовлення» фінансовим рішенням (tailor made financial solution) [26, с. 36-37]. Цілком погоджуємося з таким твердженням, оскільки подальші дослідження неодноразово підтвердять складність, багатоаспектність та варіативність механізму сек'юритизації.

У підтвердження зазначеного, сам Х.П. Бер (H.P. Bär) у своїй монографії «Сек'юритизація активів: сек'юритизація фінансових активів – інноваційна техніка фінансування банків» розрізняє два поняття: «сек'юритизація» (сек'юритизація в широкому сенсі) і «сек'юритизація активів» (сек'юритизація у вузькому сенсі):

- у широкому сенсі сек'юритизація розуміється як переміщення міжнародного фінансування з ринку кредитів на грошовий ринок і ринки капіталу; заміна кредитного фінансування схемами, заснованими на випуску цінних паперів; виключення банків зі схем фінансування (дезінтермедіація); поняття запозичене з англійської мови (від найменування цінних паперів – Securities);

- у вузькому сенсі сек'юритизація активів представляє собою: інноваційну техніку фінансування; специфічну форму в рамках загальної тенденції до сек'юритизації; основна ідея: списання фінансових активів з балансу підприємства та їх рефінансування за допомогою випуску цінних паперів на міжнародному ринку та ринку капіталів [26, с. 27].

До подібної думки схиляється і С.С. Улюкаєв, який стверджує, що у випадку із сек'юритизацією, як явищем, відбувається процес витіснення банківського кредиту фінансуванням шляхом емісії цінних паперів, а у випадку сек'юритизації активів – безпосередній процес трансформації кредитів у цінні папери. Не випадково в момент своєї появи дана техніка фінансування часто іменувалася саме як «сек'юритизація кредиту» [230] і, відповідно, асоціювалася саме з банківською діяльністю.

Погоджуємося з думкою Х.П. Бера та С.С. Улюкаєва в частині того, що поняття «сек'юритизація» є ширшим, ніж «сек'юритизація активів», і вважаємо, що під сек'юритизацією в цілому слід розуміти різновид фінансування.

Стосовно ж обмеження сфери застосування сек'юритизації, то слід зауважити, що у наш час також досить часто дане поняття асоціюється саме з банківською діяльністю (Гордон Х.С. (Gordon H.S.) [275]; Джобс А. (Jobst A.) [280]; Ковальов О.П. [107]; Ніколова Л.В., Омеляненко А.Р. [149]; Усоскін В.М. [231]; Фьодоров Б.Г. [234]). Зокрема, А. Джобс (A. Jobst) визначає її, як фінансову техніку відокремлення пулу активів, що кредитуються, шляхом виведення його з балансу банку-кредитора і передачі спеціально створеній юридичній особі (SPV), яка здійснює його рефінансування за допомогою випуску цінних паперів [280, с. 4].

Досить неоднозначне визначення сек'юритизації надає О.П. Ковальов, який трактує її, як специфічну банківську техніку, за допомогою якої фінансові посередники (інвестори, фінансові компанії) отримують можливість інвестувати в окремі банківські активи, не купуючи їх цілком або частинами [107, с. 233]. Проте таке визначення є досить поверхневим і не характеризує особливості досліджуваного інструменту фінансування, навіть в межах банківської діяльності.

Потрібно зазначити, що в українській законодавчій практиці термін «сек'юритизація» також застосовується лише щодо регулювання банківської діяльності. Зокрема, підхід НБУ до даної дефініції відображається у Методичних вказівках з інспектування банків «Система оцінки ризиків» [137] та Методичних рекомендаціях щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України [139]. У зазначених законодавчих актах сек'юритизація розглядається з точки зору ідентифікації та оцінки ризиків банку, а саме: «Сек'юритизація (активів) – перерозподіл ризиків шляхом трансформації активів банку у цінні папери для продажу інвесторам. Банк емітує цінні папери від власного імені або через дочірні установи, однак такі папери «прив'язуються» до конкретних активів банку – сплата доходу та погашення цінних паперів залежить від отримання банком доходу та основної суми кредитів». Знову ж таки спостерігається звуження сфери застосування сек'юритизації лише до банківської діяльності і до того ж поза увагою лишається основна мета використання такого механізму – додаткове фінансування.

У свою чергу, вивчення довідкової літератури (таблиця В 1 Додатку В) теж підтвердило існування значної кількості визначень сек'юритизації, які звужують її об'єкти до банківських кредитів. Зокрема, такі визначення містяться в 33 % з 15 досліджених довідкових джерел [110; 213; 215; 240; 79]. Зазначене пов'язане, насамперед, з тим, що, по-перше, іпотечне кредитування стало відправною точкою в розвитку сек'юритизації, а по-друге, сьогодні серед учасників фінансового ринку найбільшого поширення набула саме банківська сек'юритизація. Проте, вважаємо такий підхід не досить об'єктивним, оскільки він обмежує сферу застосування досліджуваного явища і, відповідно, не враховує інші види економічної діяльності, в яких сек'юритизація використовується і зарекомендувала себе як ефективний інструмент альтернативного фінансування.

Крім того, якщо говорити про довідкову літератури, то виявлено, що в ній сек'юритизацію найчастіше характеризують як:

- розширення використання цінних паперів у якості інструмента регулювання ринкових відносин і руху позичкового капіталу – 47 % з 15-ти досліджених довідкових джерел [19;143; 183;52;258; 259; 52];
- процес трансформування (перетворення) неліквідних активів у ліквідні цінні папери – 27 % [75; 110; 213; 272];
- процес об'єднання фінансових активів (боргів різного типу) в пули та випуск забезпечених цим пулом цінних паперів – 20 % [79; 52; 269];
- залучення фінансування шляхом випуску цінних паперів – 13 % [237; 240];
- вид фінансування, яке використовується замість залучення банківських позичок – 13 % [215; 237];
- процес розподілу ризику – 6,7 % [52].

З наведеного вище зрозуміло, що у довідковій літературі відсутня однозначність у трактуванні досліджуваного явища. Водночас, слід вказати, що здебільшого наводяться визначення сек'юритизації в цілому, тому і переважає підхід (47%), за яким під сек'юритизацією слід розуміти як «розширення використання цінних паперів у якості інструмента регулювання ринкових відносин і руху позичкового капіталу». Однак таке визначення не відображає специфіки здійснення сек'юритизації і її відмінності від інших видів фінансування.

Щодо сек'юритизації у так званому «вузькому сенсі», то проведений аналіз останніх досліджень і публікацій на предмет сутності сек'юритизації активів (Додаток В), також свідчить про наявність різноманітних і суперечливих підходів до її розуміння як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі (Додаток Д). Зокрема, в цілому концепції сек'юритизації активів можна звести до напрямів, зазначених на рис. 1.3.

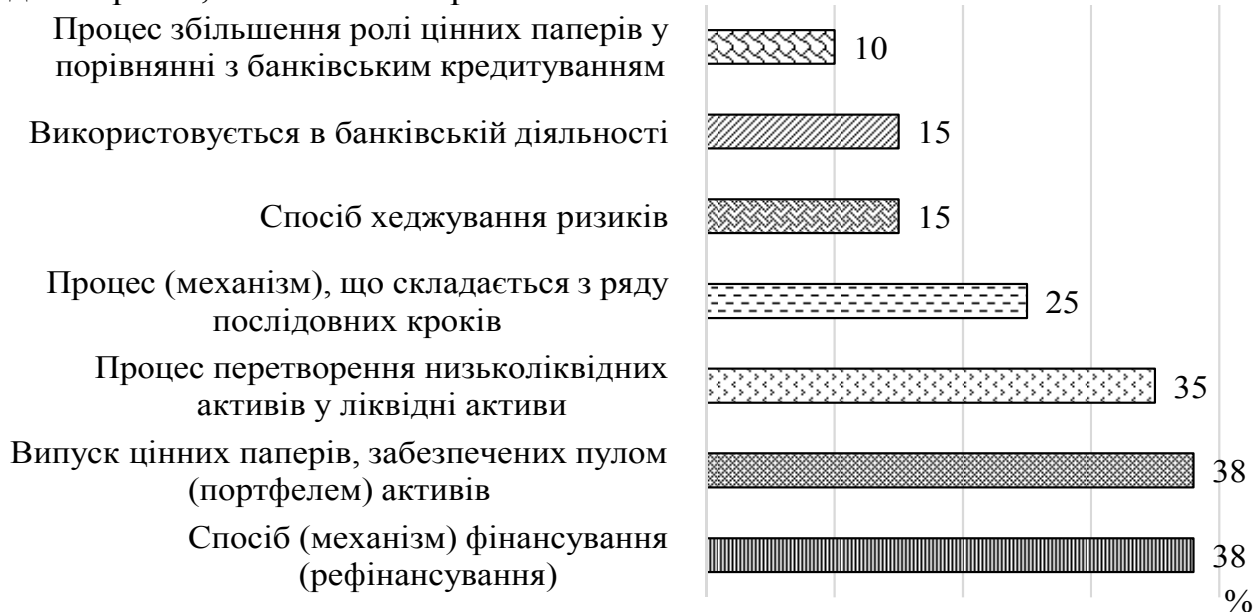


Рис. 1.3 Основні концепції сек'юритизації активів, наведені у визначеннях науковців

Як вказують матеріали досліджених наукових джерел, більшість науковців (Александрова Н.В., Бажанов О., Бер Х.П., Белозьоров С.А., Лупирь А.А., Глущенко В.В., Фурсова В.А., Лебедев В.В., Ніколова Л.В., Омеляненко А.Р., Новак О.С., Рожков А.В., Селівановський А.С., Терещенко Н.Н., Фабозці Ф.Дж. (Fabozzi F.J.), Шварц Ст. Л. (Schwarcz S.L.), Щетінін Є.Ю., Прудніков Ю.Г.) насамперед розглядають сек'юритизацію активів як «спосіб (механізм, інструмент, техніка, різновид) фінансування (рефінансування, додаткового, альтернативного фінансування)» з подальшим уточненням її специфіки як явища, процесу чи сукупності етапів. Беручи за основу зазначене вище твердження, за яким сек'юритизація активів є різновидом фінансування, Л.Н. Красавіна [114] та В.І. Савич [194] трактують її як «процес заміщення звичайних банківських кредитів емісією цінних паперів», а І.М. Перепаддя [164] – як «процес збільшення ролі цінних паперів як інструменту руху позичкового капіталу у порівнянні з банківським кредитуванням». Однак, вважаємо, що наведені визначення є досить загальними і більше стосуються сутності сек'юритизації в цілому (у «широкому сенсі»).



Загалом, практично всі проаналізовані нами трактування «сек'юритизації активів» можна поділити на три групи. Найбільш поширеним є підхід, згідно якого вона пояснюється, як «випуск цінних паперів, забезпечених пулом (портфелем) активів» (Белозьоров С.А., Лупирь А.А., Гаврілова Л., Гордон Х.С. (Gordon H.S.), Джобс А. (Jobst A.), Камерон Л. (Cameron L.), Копейкін А., Скоробогатько Б., Стебенев Л., Пенкіна А., Ніколова Л.В., Омеляненко А.Р., Селюков В., Тавеколі Дж. (Tavakoli J.), Гончаров С., Фабозці Ф.Дж. (Fabozzi F.J.), Юркевич О.М., Шевченко О.Г.). Також до цієї групи можна віднести ще ряд визначень, виявлених у ході дослідження, зокрема, І.А.Алексєєвої та А.Ю.Рачкевіча: «процес залучення активів у випуск та обслуговування цінних паперів» [3, с. 28], проте воно є досить поверхневими і швидше характеризує процес емісії цінних паперів, ніж сек'юритизацію активів.

Дещо інше пояснення надає А.В.Рожкова: «процес структурування цінних паперів, які обертаються серед інвесторів різного класу, забезпечених грошовими потоками, що виникають за поточними або майбутніми фінансовими зобов'язаннями, і сприяють залученню фінансування та/або зниженню кредитного ризику» [187, с. 101]. Тобто автор деталізує визначення даної групи, вказуючи результат (переваги) застосування сек'юритизації активів – «залучення фінансування та/або зниження кредитного ризику», однак науковець не досить обґрунтовано застосовує поняття «фінансові зобов'язання», оскільки доречніше було б використати категорію «фінансові активи». Аналогічний підхід прослідковується у дефініції, запропонованій С.А.Белозьоровим та О.О.Лупирем [12, с. 10], за якою під сек'юритизацією активів слід розуміти «нормативно регламентовану фінансову техніку, яка дозволяє кредитору рефінансувати свою діяльність і розподіляти ризики між різними учасниками угоди шляхом випуску цінних паперів, забезпечених потоком платежів, що генеруються відокремленим пулом фінансових активів». Автори досить повно характеризують досліджуване явище, проте не можемо погодитися з твердженням щодо «нормативно регламентованої фінансової техніки», адже відомо, що основною проблемою використання сек'юритизаційного механізму є недостатня розробленість його законодавчого підґрунтя.

До другої групи відносяться дефініції тих авторів, які ототожнюють сек'юритизацію активів з «процесом (механізмом, способом) перетворення (конвертації, трансформації, переупакування) низьколіквідних активів у високоліквідні активи», причому у більшості визначень чітко вказано, що зазначене перетворення здійснюється саме у ліквідні цінні папери (Бажанов О., Бланк І.А., Глущенко В.В., Фурсова В.А., Копейкін А., Скоробогатько Б., Стебенев Л., Пенкіна А., Лебедев В.В., Новак О.С., Роуз П.С., Рубцов Б.Б., Тімоті У.К., Улюкаєв С., Усоскін В.М., Франкель Т. (Frankel T.)). Зазначені автори зосереджують свою увагу на прискоренні оборотності активів в ході сек'юритизаційних операцій і залишають поза увагою питання про забезпечення випущених цінних паперів грошовими потоками за такими активами. Під час сек'юритизації активи не перетворюються у цінні папери, а використовуються в якості їх забезпечення.

У другій групі також можна виділити визначення, які не лише описують сам механізм сек'юритизації, але і містять його призначення – залучення додаткового фінансування та / або мінімізація ризиків, зокрема:

- спеціальна фінансова техніка, за допомогою якої ініціатор має змогу трансформувати реальні або майбутні активи у цінні папери, зменшуючи таким чином або перерозподіляючи свої ризики, пов'язані з цими активами, і отримуючи при цьому додаткове джерело фінансування, а інвестор – можливість інвестувати в окремі активи обраної компанії на вигідніших умовах і з меншим ризиком (Глущенко В.В., Фурсова В.А.) [41, с. 186];

- інноваційна техніка фінансування та/або передачі фінансових ризиків, за допомогою якої оригінатор трансформує неліквідні активи у високоліквідні цінні папери з метою залучення додаткових джерел фінансування та/або мінімізації ризиків, пов'язаних з цими активами (Новак О.С.) [150, с. 4].

Дещо відрізняються трактування інших науковців цієї групи. Зокрема, Ю.Г. Прудніков, Є.Ю. Щетінін [257, с.25], А.С. Селівановський, В.А. Гафарова [203, с.8] вважають, що сек'юритизація передбачає «перетворення активів у ліквідну форму через випуск цінних паперів», тобто автори акцентують увагу на тому, що важколіквідні активи замінюються абсолютно ліквідними грошовими коштами в результаті реалізації таких активів та випуску забезпечених ними цінних паперів. Проте процес реалізації має місце не у всіх різновидах сек'юритизації активів.

Підходи авторів третьої групи є найбільш варіативними та різноманітними, оскільки дана група включає визначення, які описують сек'юритизацію активів як інноваційну техніку (спосіб) фінансування, яка передбачає ряд обов'язкових послідовних кроків або через виділення її окремих етапів. Причому більшість науковців цієї групи (Н.В. Александрова [1, с. 27]; Х.П. Бер (H.P. Bär) [26, с. 37]; А.А. Джобс (Jobst A.A.) [280, с. 4]; М. Мельнікас, Є. Сушкова [135, с. 43]; Н.Н. Терещенко [223, с. 11]) до обов'язкових етапів відносять:

- формуванням пулу (диверсифікованого) однорідних фінансових активів;
- списання його з балансу ініціатора сек'юритизації шляхом передачі спеціально створеній компанії;
- випуск цією компанією цінних паперів, забезпечених отриманими активами, та розміщення їх серед широкого кола інвесторів.

Науковці, які дотримуються такого визначення намагаються максимально описати послідовність реалізації сек'юритизаційного механізму, однак зазначений підхід характеризує безпосередньо класичну (позабалансову) модель сек'юритизації активів і не враховує специфіку балансової (синтетичної) моделі.

Інша частина авторів цієї групи також вказують на «процесуальний» характер сек'юритизації, проте акцентують увагу саме на «процесі формування пулів фінансових активів (однотипних боргових зобов'язань)» з подальшим уточненням мети такого об'єднання активів, зокрема:

- Девідсон Е., Сандерс Е., Вольф Л. та Чінг Е. (Davidson A., Sanders A., Wolff L., Ching A.) [267, с. 20] зазначають про необхідність надання пулу

сформованих фінансових зобов'язань форми, що дозволяє фінансовим активам вільно обертатися серед множини інвесторів;

- Міллер Р.Л. та Девід Д.В. [186, с. 108] досить узагальнено (поверхнево) характеризують сек'юритизацію активів як «процес об'єднання однотипних боргових зобов'язань з метою створення стабільного та передбачуваного потоку доходів»;

- Павельєва Є.А. [161, с. 85] вважає, що «в результаті гомогенізації та оформлення в пул неліквідних активів як фінансового, так і нефінансового характеру, з подальшим випуском цінних паперів, забезпечених цими активами та грошовими потоками від них, відбувається перерозподіл ризиків між оригіратором та інвесторами»;

- Гордон Х.С. (Gordon H. Sellon) [275, с. 10] вказує на «використання об'єднаних в пул кредитів в якості забезпечення за цінними паперами, що продаються інвесторам»;

- Шварц Ст. Л. (Schwarcz S.L.) [292, с. 133-134] стверджує про «можливість залучити недороге фінансування з фондових ринків шляхом відділення всієї або частини дебіторської заборгованості організатора сек'юритизації від ризиків, властивих організатору сек'юритизації в цілому».

Таким чином, одні автори, даючи визначення сек'юритизації активів, виокремлюють ті чи інші її аспекти (спосіб (механізм) фінансування (рефінансування); випуск цінних паперів, забезпечених пулом (портфелем) активів; процес перетворення низьколіквідних активів у ліквідні активи; процес, що складається з послідовних етапів (формування пулу активів; списання його з балансу ініціатора сек'юритизації та передача спеціально створеній компанії; випуск забезпечених цінних паперів); спосіб хеджування ризиків; сфера використання – банківська діяльність; збільшення ролі цінних паперів у порівнянні з банківським кредитуванням), а інші – поєднують зазначені аспекти у різних комбінаціях.

Більш повно економічний зміст та призначення сек'юритизації активів розкривається через основні функції, що реалізуються в процесі її здійснення (Додаток Ж).

Вочевидь, сек'юритизація активів дозволяє рефінансувати діяльність її ініціатора, зменшити та перерозподілити його ризики, пов'язані з такими активами, а також управляти рівнем ліквідності активів за рахунок зміни їх структури.

Беручи до уваги зазначене вище, а також керуючись матеріалами дослідження, встановлено, що для реалізації зазначених функцій процесу сек'юритизації активів притаманні визначальні (специфічні) риси, які відрізняють її від інших способів фінансування (рис. 1.4).

Загалом, проаналізувавши передумови виникнення та різні підходи до сутності сек'юритизації активів, встановлено, що сек'юритизація активів як фінансова інновація з'явилась на основі загальних тенденцій на міжнародному фінансовому ринку на початку 70-х рр. ХХ ст., що сприяли поширенню застосування механізму емісії боргових цінних паперів для залучення фінансових ресурсів та поступове витіснення банків зі схем фінансування.

Таким чином, можна стверджувати, що в цілому сек'юритизація є різновидом фінансування на основі інструментів ринку цінних паперів, який є альтернативою банківському кредитуванню. Відповідно, сек'юритизація активів є більш вужчим поняттям і характеризує фінансовий механізм, який передбачає відокремлення пулу однорідних активів, сформованого з прав грошової вимоги, з подальшим випуском та обслуговуванням цінних паперів, забезпечених потоком платежів, що генеруються такими активами.

При цьому, для цілей бухгалтерського обліку під пулом активів слід розуміти сукупність прав вимоги, під забезпечення яких здійснюється емісія цінних паперів. Тобто специфічними об'єктами бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів насамперед є права грошової вимоги до дебіторів та забезпечені цінні папери.

Багатоаспектність природи сек'юритизації активів потребує дослідження її різновидів та їх впливу на побудову системи бухгалтерського обліку та аналізу.

## **1.2. Види сек'юритизації активів та їх зв'язок з організацією бухгалтерського обліку та аналізу**

Вочевидь, що механізм сек'юритизації є досить складним і багатоаспектним і, відповідно, у світовій практиці угоди сек'юритизації відрізняються великою різноманітністю. Тому в науковій літературі відсутня однастайність не лише щодо сутності сек'юритизації, але й можливих проявів її існування.

Класифікація сек'юритизації розкриває її властивості та особливості, дозволяє досліджувати природу об'єктів, що вивчаються, їх суттєві подібні й відмінні ознаки, пізнавати зв'язок між їх видами. Крім того, класифікація дозволяє, по-перше, більш повно розкрити можливості сек'юритизації активів і розширити розуміння ролі сек'юритизації активів на фондовому ринку, а по-друге, створити уявлення про те, як в залежності від виду сек'юритизації відбувається розподіл ризиків між її учасниками, як змінюється їх склад і кількість, а також як змінюється роль емітента цінних паперів. При цьому, слід зауважити, що відсутність науково обґрунтованої класифікації сек'юритизації активів як об'єкта бухгалтерського обліку та економічного аналізу ускладнює визначення напрямів удосконалення її обліково-аналітичного забезпечення.

У словнику російської мови С.І. Ожегова [214, с. 269] «класифікувати» означає розподіляти за групами, розрядами, класами. Якщо звернутися до філософського визначення поняття класифікації (лат. *classis* – розряд і *facere* – робити), то застосовується наступне визначення: «Це особливий випадок застосування логічної операції поділу обсягу поняття, що є деякою сукупністю поділів (поділ деякого класу на види, далі цих видів на підвиди і т.д.). ...Зазвичай основою поділу в класифікації обирають ознаки, суттєві для даних предметів» [236, с. 155-156].



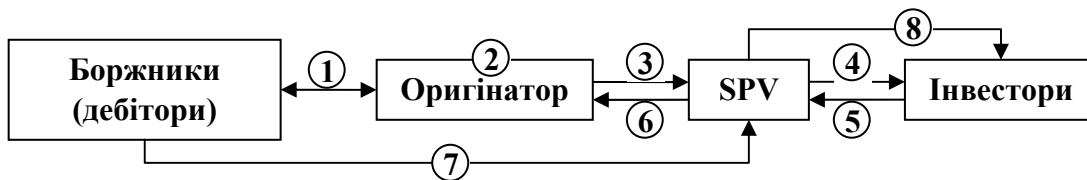
Сутність будь-якої класифікації, і класифікації сек'юритизації зокрема, зводиться до того, що вона не може бути єдиною, тому що залежить від тих цілей, ради яких розробляється. По-перше, можливі різні наукові погляди на один і той же предмет; по-друге, будь-яка класифікація залежить від набору критеріїв, які використовуються при дослідженні матеріалу; по-третє, навіть в межах одного критерію і подібних наукових позицій можна класифікувати предмет з різним ступенем деталізації.

Дослідження існуючих підходів до класифікації сек'юритизації (угод, процесу сек'юритизації, сек'юритизаційних трансакцій) (таблиця Е 1 Додатку Е) дозволило здійснити їх узагальнення та систематизацію (таблиця Е 2 Додатку Е), на основі чого зроблено висновок, що здебільшого науковці виділяють два види сек'юритизації: класичну (традиційну) та синтетичну. При цьому, багато авторів взагалі не виділяють конкретної класифікаційної ознаки, зазначаючи, що дані два види сек'юритизації склалися історично в процесі її розвитку (Бельзєцькій А.І. [13], Бобиль В. [16], Завидівська О.І. [77], Кишакевич Б.Ю. [104], Сінкі Дж. [208], Солдатова А.О. [218], Ткачук Т.М. [226], Хюфнер М. [245]). Враховуючи різноманітність підходів до трактування самої сутності сек'юритизації, значна частина науковців при виокремленні зазначених видів сек'юритизації також застосовує різні класифікаційні ознаки:

- залежно від цілей оригінатора (Бер Х.П. [26]);
- за складністю конструкції угоди (Шаповал А.В. [252]);
- за способом передачі ризиків, пов'язаних з активом (Анісімов А.Н. [7], Чубук Л.П. [250]);
- залежно від цілей і стану балансу (Тогонідзе Д.І. [227]);
- залежно від можливості залучення додаткових ресурсів (Фурсова В. [241]);
- в залежності від можливості списання коштів з балансу оригінатора (Новак О.С. [151]).

Зазначені класифікаційні ознаки характеризують окремі властивості традиційної і синтетичної сек'юритизації і, відповідно, не відображають в повній мірі специфіку їх здійснення. Для того, щоб визначити, яка ознака лежить в основі розмежування даних видів сек'юритизації активів, розглянемо їх більш детально.

В основі класичної сек'юритизації лежить схема «дійсного продажу» («true sale»), яка характеризується реалізацією (відчуженням) сек'юритизованих активів спеціально створеному фінансовому посереднику (Special Purpose Vehicle – SPV), юридично незалежному від ініціатора сек'юритизації – первинного власника активів (оригіатора). SPV, в свою чергу, фінансує придбання цих активів шляхом емісії цінних паперів, забезпечених майбутніми грошовими потоками від зазначених активів, і розміщення їх серед інвесторів на ринку капіталу (рис. 1.5).



1) виникнення права грошової вимоги (дебіторської заборгованості); 2) формування пулу однорідних активів; 3) продаж пулу активів SPV («true sale»); 4) випуск цінних паперів, забезпечених пулом придбаних активів; 5) оплата інвесторами вартості придбаних цінних паперів; 6) погашення вартості придбаного пулу активів; 7) сплата боржниками відсотків та основної суми боргу відповідно до укладених договорів; 8) погашення заборгованості перед інвесторами за борговими цінними паперами

Рис. 1.5 Модель позабалансової (класичної) сек'юритизації активів

Тобто схема такої сек'юритизації передбачає, що передані SPV активи заміщуються грошовими коштами від реалізації цінних паперів, забезпечених цими ж активами. Наступне погашення боргів і відсотків власникам емітованих цінних паперів здійснюється за рахунок надходжень від погашення заборгованості позичальниками, права вимоги за якими передані оригізатором SPV.

Перевагою традиційної схеми є юридичне відокремлення сек'юритизованих активів оригізатора, і, відповідно, ризиків, пов'язаних з ними, що дозволяє підвищити рейтинг випуску забезпечених цінних паперів, який стає залежним лише від кредитної якості активів, порівняно з рейтингом ініціатора угоди. Крім того, класична сек'юритизація дозволяє її ініціатору (здебільшого в цьому заінтересовані кредитні установи) значно зменшити навантаження на власний капітал і підвищити ліквідність балансу. Проте, зазначений механізм має свої недоліки, до яких, насамперед, слід віднести: високу собівартість «true sale» (пул однорідних кредитів становить в середньому 100 млн. дол. США), необхідність поширення конфіденційної інформації про позичальників, значні правові бар'єри, проблеми оподаткування тощо. Тому, враховуючи обмеження, що виникають при використанні класичної схеми сек'юритизації активів, була розроблена її альтернативна модель – синтетична сек'юритизація.

Базельський комітет з нагляду<sup>1</sup> трактує синтетичну сек'юритизацію з точки зору інструменту управління кредитними ризиками і вважає, що це «структуровані угоди, в яких банки використовують кредитні деривативи для того, щоб передати кредитний ризик певного пулу активів третім особам, у тому числі страховим компаніям, іншим банкам та нерегульованим особам». Schengzhe Wang [291] зазначає, що метою здійснення синтетичної сек'юритизації є використання кредитних деривативів для того, щоб синтезувати економічний ефект традиційної сек'юритизації.

Наріжним каменем синтетичної сек'юритизації є механізм, за якого сек'юритизований актив з юридичної точки зору не продається, а лишається на балансі компанії-оригізатора, у той час як ризики, пов'язані з цим активом, передаються на ринок, тобто на відміну від класичної сек'юритизації, в рамках

<sup>1</sup> Section 68. Consultative Document Asset Securitisation // Basel Committee on Banking Supervision / Supporting Document to the New Basel Capital Accord. – 2001, January.

синтетичної моделі не відбувається «реального продажу» («true sale») активів. Відокремлення кредитного ризику від сек'юритизованих активів здійснюється «синтетично» на основі використання кредитних деривативів<sup>1</sup> – договорів, за якими одна сторона, яка виступає покупцем захисту, передає за винагороду кредитний ризик конкретного зобов'язання чи портфеля зобов'язань іншій стороні (продавцю захисту), який, у свою чергу, здійснює платіж покупцю захисту у разі настання ризикової (кредитної) події. Іншими словами можна сказати, що кредитний ризик стає своєрідним товаром, для якого створюється ринок, при цьому ціна кредитного ризику кожного окремого позичальника встановлюється ринковим механізмом попиту і пропозиції.

Покупець захисту повинен чітко усвідомлювати, які завдання повинні бути вирішені за допомогою використання синтетичної сек'юритизації в кожному індивідуальному випадку і, виходячи з цього, вибирати її відповідну структуру, яка, в свою чергу, може бути здійснена з використанням SPV або без його створення (рис. 3.1, 3.2 Додатку 3).

При здійсненні синтетичної сек'юритизації через створення SPV компанія-оригінатор передає кредитний ризик спеціально створеній компанії, яка в свою чергу випускає і продає певні кредитні деривативи. Кошти від їх продажу використовуються для покупки високоліквідних цінних паперів, які повинні приносити таку прибутковість, яка дозволить SPV погашати синтетичні забезпечені боргові облігації одночасно з надходженнями за кредитним свопом від оригінатора. За таких умов рейтинг кредитних деривативів буде вищим у порівнянні з рейтингом самого оригінатора.

За умови відсутності дефолту, випущені кредитні ноти будуть погашені після закінчення терміну їх обігу. Проте, у разі дефолту придбані високоліквідні цінні папери реалізуються, а інвестор отримує дохід лише після того, як покупець захисту по кредитному дефолтному свопу отримає обумовлений платіж, оскільки в обмін на підвищену норму прибутковості за кредитною нотою інвестор приймає на себе ризик дефолту боржника. Тобто у разі несприятливих подій кредитна нота може бути погашена з досить великим дисконтом.

Синтетична сек'юритизація, що не включає SPV, передбачає передачу покупцем захисту кредитного ризику певного портфеля активів безпосередньо продавцю захисту, тобто минаючи створення SPV.

За таких умов реалізація кредитних деривативів може бути здійснена за допомогою їх публічного розміщення на ринку. Тому, покупець захисту (оригінатор) не матиме витрат, пов'язаних зі створенням та адмініструванням SPV.

Таким чином, синтетична сек'юритизація відтворює властивості класичної сек'юритизації в частині передачі економічних ризиків, але при цьому без передачі активів з балансу оригінатора. Це так звана техніка зменшення кредитного ризику

---

<sup>1</sup> До найбільш поширених відносяться кредитний дефолтний своп (Credit Default Swap – CDS) (угода, за якої особа, яка отримує захист (покупець кредитного захисту), платить певну суму (премію) в обмін на право отримати обумовлений платіж за визначеним активом у разі настання кредитної (ризикової) події) та кредитні ноти (Credit-Linked Notes – CLN) (умови таких облігацій передбачають зменшення зобов'язання за облігаціями у разі невиконання або настання через зазначені зобов'язання інших обставин, що мають кредитне значення)



(Credit Risk Mitigation - CRM) з метою хеджування та розподілу ризиків, пов'язаних з сек'юритизованими активами, за якої зазначені ризики передаються від однієї сторони іншій «синтетично», тобто без продажу базового активу.

Крім того, традиційна сек'юритизація є позабалансовим механізмом фінансування, тоді як синтетична – балансовим. Також, якщо при традиційній сек'юритизації завжди створюється компанія спеціального призначення (SPV), то при синтетичній – така компанія не є обов'язковою. Відповідно, деякі угоди синтетичної сек'юритизації виявляються дешевшими в порівнянні з традиційною у зв'язку з тим, що не створюється SPV і спеціальна структура для забезпечення умов продажу. Загалом, традиційна сек'юритизація має багато правових обмежень і тому коштує дорожче синтетичної. До того ж, головна мета традиційної сек'юритизації полягає в отриманні більш дешевого фінансування, покращенні показників балансу, а синтетичної – в хеджуванні кредитних ризиків.

З огляду на зазначене, вважаємо, що поділ сек'юритизації на класичну та синтетичну, насамперед, залежить від цілей оригінатора та способу відокремлення ризиків: за допомогою «true sale» (здійснюється реалізація відповідних активів, а разом з ними відокремлюються і ризики, притаманні цим активам) чи «синтетично» з використанням кредитних деривативів (активи, призначені для сек'юритизації, залишаються на балансі її ініціатора, при цьому, ризики, пов'язані з такими активами, відокремлюються від них і передаються кінцевому інвестору за допомогою похідних фінансових інструментів).

Крім того, як бачимо, якщо відбувається списання з балансу сек'юритизованих активів, то такий механізм має позабалансовий характер, а якщо ні – то балансовий. Тому, погоджуємося з думкою тих науковців, які класичну сек'юритизацію також називають позабалансовою, а синтетичну відносять до балансової (Бер Х.П., Завидівська О.І., Кишакевич Б.Ю., Новак О.С., Сінкі Дж., Солдатова А.О., Хюфнер М. та інші). Проте, вважаємо, що слід розмежовувати поняття «балансова сек'юритизація» і «синтетична сек'юритизація», зокрема, остання є різновидом балансової. Зазначене зумовлене тим, що в зарубіжній та вітчизняній практиці, окрім синтетичної моделі сек'юритизації, використовуються й інші, які також мають балансовий характер, але основною метою їх використання все ж таки є рефінансування діяльності оригінатора, а не хеджування його ризиків. Саме тому, існують й інші підходи до виокремлення основних видів сек'юритизації активів. Так, є автори, які виділяють синтетичну та класичну сек'юритизацію, але при цьому, останню поділяють на балансову та позабалансову. Александрова Н.В. [1], Кирій В.[102], Кравчук І.С. та Юхимчук В.Д. [113], Фурсова В. [241], зазначають, що:

- балансова сек'юритизація передбачає випуск цінних паперів, забезпечених правами вимог, які залишаються на балансі емітента;

- позабалансова передбачає передачу банківських активів на баланс спеціалізованої установи, яка здійснює емісію боргових зобов'язань під заставу цих активів;

- синтетична передбачає перенесення ризиків від кредитора до інвесторів шляхом випуску кредитних деривативів.

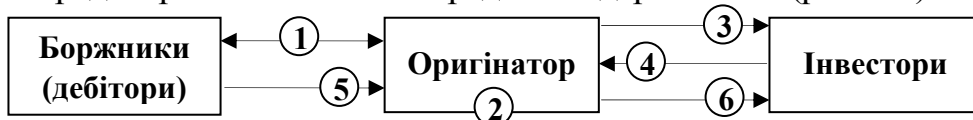
Наведена характеристика синтетичної сек'юритизації не враховує, що активи залишаються на балансі оригінатора, так само як і з використанням виокремленої авторами балансової сек'юритизації. Також слід зазначити, що остання не відповідає основним критеріям класичної сек'юритизації. Однак, зазначені науковці не дають додаткового обґрунтування необхідності виділення у складі класичної сек'юритизації балансової та її розмежування з синтетичною. Вважаємо, що доцільніше врахувати підвиди балансової сек'юритизації залежно від мети її здійснення: для передачі кредитних ризиків чи для цілей фінансування. Крім того, передача покупцем захисту кредитного ризику певного портфеля активів може бути здійснена з використанням SPV або без його створення.

Аналогічна ситуація спостерігається з групою науковців, які окремо виділяють три основні види сек'юритизації:

- 1) класичну, синтетичну та балансову (Веретеннікова О.Б., Мезенцева І.А. [29]);
- 2) класичну, синтетичну та накопичувальну (Бобиль В. та Соловей М. [16], Котова М.В. [109], Чуб Є. [249]);
- 3) класичну, синтетичну та сек'юритизацію бізнесу (корпоративну) (Белозьоров С.А., Лупирь О.О. [11], Версаль Н. [30], Ніколаєва Л.В. та Омеляненко А.Р. [149]).

Зокрема, Бобиль В., Котова М. та Соловей М. [16, с. 23; 109, с. 306] зазначають, що при застосуванні накопичувальної сек'юритизації банк формує кредитний портфель, а потім відповідно до його обсягу випускає облігації, які розміщуються серед іноземних банків. Видані кредити є безпосереднім забезпеченням за цінними паперами (фактично продаж позик не відбувається). При цьому, автори вказують, що синтетичний вид сек'юритизації характеризується тим, що активи залишаються на балансі кредитної установи, і його доцільно використовувати в тому випадку, коли пул активів формується з малоризикових кредитів і їх списання може погіршити якісні характеристики кредитного портфеля банку. Знову ж таки, залишається незрозумілою різниця між накопичувальною і синтетичною сек'юритизацією.

Вочевидь, виокремлені вище авторами балансова і накопичувальна сек'юритизація мають однаковий механізм реалізації, який передбачає накопичення пулу однорідних активів і його відокремлення від інших активів з подальшим випуском цінних паперів, забезпечених такими відокремленими активами, безпосередньо оригінатором, тобто без створення SPV та відповідного продажу активів чи передачі ризиків на основі кредитних деривативів (рис. 1.6).



- 1) виникнення права грошової вимоги (дебіторської заборгованості); 2) формування пулу однорідних активів; 3) емісія та розміщення боргових цінних паперів, забезпечених пулом однорідних активів та очікуваними надходженнями від них; 4) оплата вартості боргових цінних паперів; 5) погашення заборгованості за договорами; 6) виплата інвесторам купонного доходу за борговими цінними паперами та їх погашення по закінченні терміну обігу

Рис. 1.6 Модель балансової накопичувальної сек'юритизації активів

За своїми умовами вимоги оригінаторів до власних боржників повинні бути зіставними із вимогами інвесторів за відсотковими доходами придбаних облігацій. Основним недоліком такої схеми є пряма залежність кредитного пулу від властивих банку ризиків, які переносяться на облігації пулу і, відповідно, впливають на рейтинг таких цінних паперів і вартість фінансування.

Прикладом такої сек'юритизації активів є німецька схема Pfandbrief<sup>1</sup>, за якої активи перебувають на спеціальних статтях банківського балансу і не можуть бути використані для іншого роду операцій. Одночасно з цим банк здійснює емісію боргових цінних паперів (облігацій), які гарантують їх власникам першочергове право вимоги на ці активи в разі банкрутства емітента.

Окрім Німеччини з Pfandbriefe, іншими, найбільш ліквідними європейськими ринками забезпечених облігацій, є Австрія (Fundierte Schuld verschreibung), Люксембург (Lettre de gage), Іспанія (Cedula Hipotecaria), Франція (Obligation Fonciere), Ірландія (Asset Covered Securities) [218, с. 226].

Поряд з синтетичною та накопичувальною сек'юритизаціями, механізми яких мають балансовий характер реалізації, існують й інші. Так, Белозьоров С.А., Лупирь О.О. [12, с. 86], Версаль Н. [30, с. 29], Ніколаєва Л.В., Омеляненко А.Р. [149, с. 1659] та Солдатова А.О. [218, с. 156] наголошують на існуванні сек'юритизації бізнесу, під якою розуміють кредит, який забезпечується всіма активами, що генеруються певною компанією (рис. 3.3 Додатку 3).

Загалом, модель сек'юритизації бізнесу передбачає використання у своїй структурі спеціально створеного фінансового посередника – SPV, який емітує облігації на ринку капіталу і надає залучені кошти у вигляді кредиту ініціатору угоди. Останній, у свою чергу, погашає кредит за рахунок отриманого прибутку від здійснення господарської діяльності. Таким чином, активи залишаються на балансі ініціатора угоди, SPV їх не купує, а надає кредит, погашення якого забезпечується бізнесом оригінатора, тобто випущені облігації забезпечуються всіма або більшою частиною його активів.

Даний вид сек'юритизації має ознаки балансової сек'юритизації, оскільки активи залишаються на балансі оригінатора. Тому вважаємо за доцільне виділяти сек'юритизацію бізнесу також як підвид балансової (зокрема, за ознакою предмету забезпечення).

У процесі розвитку фінансового ринку спостерігається поступове розширення кола суб'єктів, зацікавлених у використанні сек'юритизаційного механізму, і, як результат, з'являються нові групи активів, придатних до сек'юритизації. Так, якщо на початку свого виникнення відносини сек'юритизації реалізовувалися у формі іпотечних відносин між банками та іншими суб'єктами господарювання, то з часом поряд з банками таку фінансову техніку почали застосовувати й інші кредитно-фінансові інститути, а також державні установи.

Також потенційними оригінаторами, для яких введення сек'юритизації знизило б вартість ресурсів, є так звані капіталомісткі виробництва, які постійно

---

<sup>1</sup> Pfandbriefe - німецькі облігації, забезпечені іпотекою на житло і комерційною нерухомістю. Облігації Pfandbriefe випускають банки іпотечного кредитування в Німеччині

шукають нові шляхи фінансування, зокрема, великі енергетичні, телекомунікаційні, газові, вугільні, нафтові та інші компанії.

Відповідно, коло активів, що використовуються в процесі сек'юритизації, за останні десятиліття також помітно розширилося. Крім іпотечних, стали використовуватися й інші види кредитів – споживчі, автомобільні, корпоративні, платежі по кредитних картках тощо. Більш того, в якості активів у процесі сек'юритизації в міжнародній практиці використовуються лізингові активи, грошові вимоги за ліцензійними угодами, договорами франчайзингу, майбутні страхові премії, надходження від імпортерів нафтопродуктів та перерахування за телетрансляції. Також, до кола активів, що беруть участь в сек'юритизації додалися експортна виручка, права на видобуток нафти і газу, платежі за транспортні послуги (авіа- та залізничні квитки), телефонні рахунки і комунальні платежі, виграші в лотереї, а також надходження у сфері розваг (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

### Об'єкти сек'юритизації в залежності від її ініціатора

<i>Ініціатор сек'юритизації</i>	<i>Активи, що підлягають сек'юритизації</i>
Банки	Іпотечні, комерційні та споживчі кредити, автокредити, кредити на навчання, заборгованість за пластиковими картками, лізингові та факторингові платежі
Лізингові компанії	Платежі за лізинговими договорами
Факторингові компанії	Факторингові платежі
Страхові компанії	Майбутні страхові премії
Корпорації	Експортна виручка (майбутні надходження від економічної діяльності (у т.ч. торгівлі)), грошові вимоги за ліцензійними угодами, договорами франчайзингу
Телекомунікаційні компанії	Майбутні надходження за трансляції, рента за використання обладнання
Компанії мобільного зв'язку	Майбутні надходження від абонентів
Нафтогазові компанії	Майбутні надходження від імпортерів нафтопродуктів, права на видобуток нафти і газу
Комунальні підприємства	Комунальні платежі, майбутні надходження за електрику, воду, опалення
Транспортні компанії	Майбутні надходження за авіа- та залізничні квитки
Компанії у сфері розваг	Майбутні надходження у сфері кіно- та спорт індустрії, доходи від майбутніх продаж музичних записів
Органи державної та місцевої влади	Податкові та інші регулярні надходження до відповідних бюджетів

Так, механізм сек'юритизації є реальним для фінансування інфраструктурних проектів, розвитку фінансового лізингу та ринку страхових послуг, сучасних оптово-роздрібних торговельних мереж, експортно-імпортних відносин тощо.

Показовим прикладом гнучкості інвесторів та інших учасників фінансового ринку по відношенню до базисних активів в процесі сек'юритизації стало використання в такій якості авторських прав. Дефакто першим прикладом став випуск облігацій Боуї («Bowie bonds») в 1997 році на суму 55 млн. дол. На основі авторської винагороди (роялті), що виплачується британському музикантові Девіду Боуї за використання більш, ніж трьохсот музичних композицій [142, с. 209].

З огляду на зазначене, у науковій літературі та світовій практиці виокремлюються види сек'юритизації, пов'язані з ініціаторами та предметом її здійснення.

Так, залежно від приналежності до реального сектору економіки чи до банківського сегменту (Улюкаєв С. [230]), а також за галузевою приналежністю оригінатора (Шаповал А.В. [252], Солдатова А.О. [218]) виділяють сек'юритизацію банківську (сек'юритизація банківських активів) та небанківську (сек'юритизація небанківських активів).

При цьому, В. Фурсова [241, с. 58] залежно від ініціатора сек'юритизації виокремлює банківську і корпоративну сек'юритизацію, а О.С. Новак [150, с. 6] – сек'юритизацію активів фінансових інститутів; корпоративну сек'юритизацію активів та сек'юритизацію активів органів державної влади. Тоголідзе Д.І. [227, с. 53] виділяє таку класифікаційну ознаку, як «залежно від суб'єктів угоди» і доповнює класифікацію В. Фурсової урядовою сек'юритизацією. Виділені класифікаційні ознаки та види сек'юритизації мають суперечності. Зокрема, як банківські, так і фінансові інститути можуть мати корпоративну форму утворення. А стосовно суб'єктів угоди, то вони можуть відноситися до різних видів економічної діяльності, тому доцільніше використовувати класифікаційну ознаку «залежно від ініціатора сек'юритизації».

Також, залежно від виду активів (Д.І. Тоголідзе [227], Є.О. Павельєва [160], О.С. Новак [151]), розрізняють фінансову (сек'юритизація фінансових активів: іпотечні, споживчі кредити, лізингові кредити, факторингові та страхові платежі тощо) та нефінансову (сек'юритизація нефінансових активів: майбутні надходження від продажу об'єктів мистецтва, дорогоцінного каміння, антикваріату, доходи від музичних записів тощо) сек'юритизацію. Однак, вважаємо, що більш доречно виділяти фінансову та нефінансову сек'юритизацію «за ініціатором», оскільки по своїй суті всі сек'юритизовані активи є фінансовими, адже безпосередній сек'юритизації підлягають права вимоги на активи та майбутні грошові надходження, які є фінансовими активами.

Чубук Л.П. [250] та Анісімов А.Н. [7], враховуючи зарубіжну практику емісії цінних паперів в процесі сек'юритизації, за характером активів, що виступають забезпеченням, виділяють: випуск цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами (Mortgage-Backed Securities, MBS); випуск колатералізованих боргових зобов'язань (Collateralized Debt Obligations, CDO) та випуск цінних паперів, забезпечених активами (Asset-backed securities, ABS).

При випуску MBS зобов'язання забезпечуються житловою (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS) та комерційною іпотекою (Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS) (наприклад, землею та нерухомістю). При випуску CDO розрізняють випуск CLO (колатералізованих кредитних зобов'язань) та випуск CBO (колатералізованих облігаційних зобов'язань), а боржниками є, головним чином, корпоративні клієнти. Типи зобов'язань, що найбільш часто використовуються як забезпечення при випуску ABS, – це борги по кредитних картках, лізингові зобов'язання, торгові зобов'язання і споживчі кредити [276].

Крім того, значна частина науковців розрізняє сек'юритизацію майбутніх вимог (майбутніх активів, майбутніх доходів, майбутніх платіжних потоків) та

сек'юритизацію існуючих вимог (існуючих активів), але за різними класифікаційними ознаками:

- за видами (типами) сек'юритизованих активів (Анісімов А.Н. [7], Фурсова В. [241]);
- в залежності від форми активів (Новак О.С. [151]);
- залежно від характеристики предмета сек'юритизації та генерованого ним грошового потоку (Некторов А. [148]);
- за наявністю активів (Павельєва Є.О. [160]);
- за часом виникнення права вимоги на сек'юритизований актив (Солдатова А.О. [218]).

Окремі науковці до виокремлених видів сек'юритизації залежно від типу (виду) активів додають ще два види: сек'юритизацію боргових зобов'язань (CDO) та корпоративну сек'юритизацію (Кісельова М.С. [103], Пенкіна І. [163], Тогонідзе Д.І. [227]). Однак, зазначені види сек'юритизації включаються до інших класифікаційних груп, а в даному випадку основною ознакою виступає «фактична наявність сек'юритизованих активів».

У порівнянні із сек'юритизацією існуючих активів (existing asset securitisation), яка передбачає трансформацію в цінні папери активів, оформлених договорами (іпотечні, комерційні та споживчі кредити, автокредити, лізингові та факторингові платежі тощо), сек'юритизація майбутніх вимог (future flow securitisation) дозволяє конвертувати в цінні папери майбутні грошові потоки по заборгованості, яка ще не виникла і, відповідно не підлягає обліковому відображенню на відповідну дату. Тобто основним предметом угоди сек'юритизації виступають вимоги по боргам, які очікуються (повинні з'явитися), виходячи з припущення, що компанія з часом отримає грошовий потік певного обсягу, але не існує такого боржника, по відношенню до якого у цієї компанії виникають будь-які вимоги, що підлягають оплаті на даний момент або в майбутньому.

Значну частку майбутніх вимог, які досить часто використовуються для сек'юритизації, займають вимоги щодо оплати комунальних послуг, телефонного зв'язку, електрики, води, опалення тощо. Крім того, до майбутніх платежів відносяться платежі за транспортні послуги (авіа- та залізничні квитки); послуги у сфері розваг, зокрема, кіно- і спортіндустрії; премії страхових компаній тощо.

У світовій практиці сек'юритизація майбутніх вимог широко використовується у нафтогазовій галузі (ф'ючерсні постачання нафти і газу), а також застосовується до експортної виручки за поставку мінеральних ресурсів, лісу, сільськогосподарської продукції, майбутніх вимог за кредитними картками та операціями проектного фінансування, які виникають після зведення об'єкта будівництва в експлуатацію [282].

Майбутні вимоги оригінатора підлягають сек'юритизації не лише за ймовірної можливості укласти договір у майбутньому, але й за укладеними договорами, за якими неможливо в даний час визначити суми майбутніх грошових платежів.

Наприклад, авіакомпанія, яка продає квитки за валюту через свої комерційні відділи та мережу агентів у всьому світі, може продати спеціальній організації право на майбутні доходи від продажу квитків. У свою чергу організація випустить боргові зобов'язання, які через дисконт матимуть надмірне забезпечення, а авіакомпанія отримає необхідний для роботи капітал [218, с. 544]. Також прикладом сек'юритизації активів, за якими лише планується укласти угоду, є ситуація, коли концесіонер платної автодороги передбачає, що в майбутньому, можливо, буде сформований певний грошовий потік за рахунок автомобілістів, що проїжджають по цій дорозі. При цьому, в даний час концесіонер не має жодних договорів з цими автомобілістами, а має лише намір у майбутньому запропонувати їм публічну оферту, предметом якої є проїзд автомобілістів по платній комфортній дорозі без пробок за певну винагороду [148, с. 55].

Прикладом другого випадку є ситуація, коли банком укладено договори з клієнтами щодо кредитних пластикових карток, проте невідомо як активно вони використовуватимуться і, відповідно, точно розрахувати майбутній грошовий потік від клієнтів неможливо.

Враховуючи зазначене вище, а також виходячи з економічної природи сек'юритизації, вважаємо, що її необхідно сприймати як інтегровану єдність трьох основних складових: учасників, активів та цінних паперів, забезпечених цими активами. Пропонуємо розширити та удосконалити класифікацію сек'юритизації, поєднуючи зазначені складові (рис. 1.7).

З огляду на зазначене, вважаємо, що поділ сек'юритизації на класичну та синтетичну, насамперед, залежить від цілей оригінатора та способу відокремлення ризиків: за допомогою «true sale» (здійснюється реалізація відповідних активів, а разом з ними відокремлюються і ризики, притаманні цим активам) чи «синтетично» з використанням кредитних деривативів (активи, призначені для сек'юритизації, залишаються на балансі її ініціатора, при цьому, ризики, пов'язані з такими активами, відокремлюються від них і передаються кінцевому інвестору за допомогою похідних фінансових інструментів).

Загалом, вважаємо, що основними моделями сек'юритизації активів є позабалансова та балансова, принципова різниця між якими полягає у місцезнаходженні сек'юритизованих активів: на балансі оригінатора чи поза його межами, що передбачає списання (реалізацію, відступлення) таких активів. При цьому, балансова сек'юритизація залежно від механізму її здійснення (з і без використання SPV; на основі укладання деривативних контрактів або надання кредиту тощо) поділяється на: синтетичну, накопичувальну та бізнесу. Крім того, залежно від цілей ініціатора та способу відокремлення ризиків слід розрізняти: з метою фінансування на основі «дійсного продажу» активів – класичну сек'юритизацію, яка є позабалансовою, оскільки пул активів списується з балансу оригінатора, та з метою хеджування ризиків на основі їх «синтетичного» відокремлення з використанням кредитних деривативів – синтетичну сек'юритизацію, яка, у свою чергу, є підвидом балансової сек'юритизації.

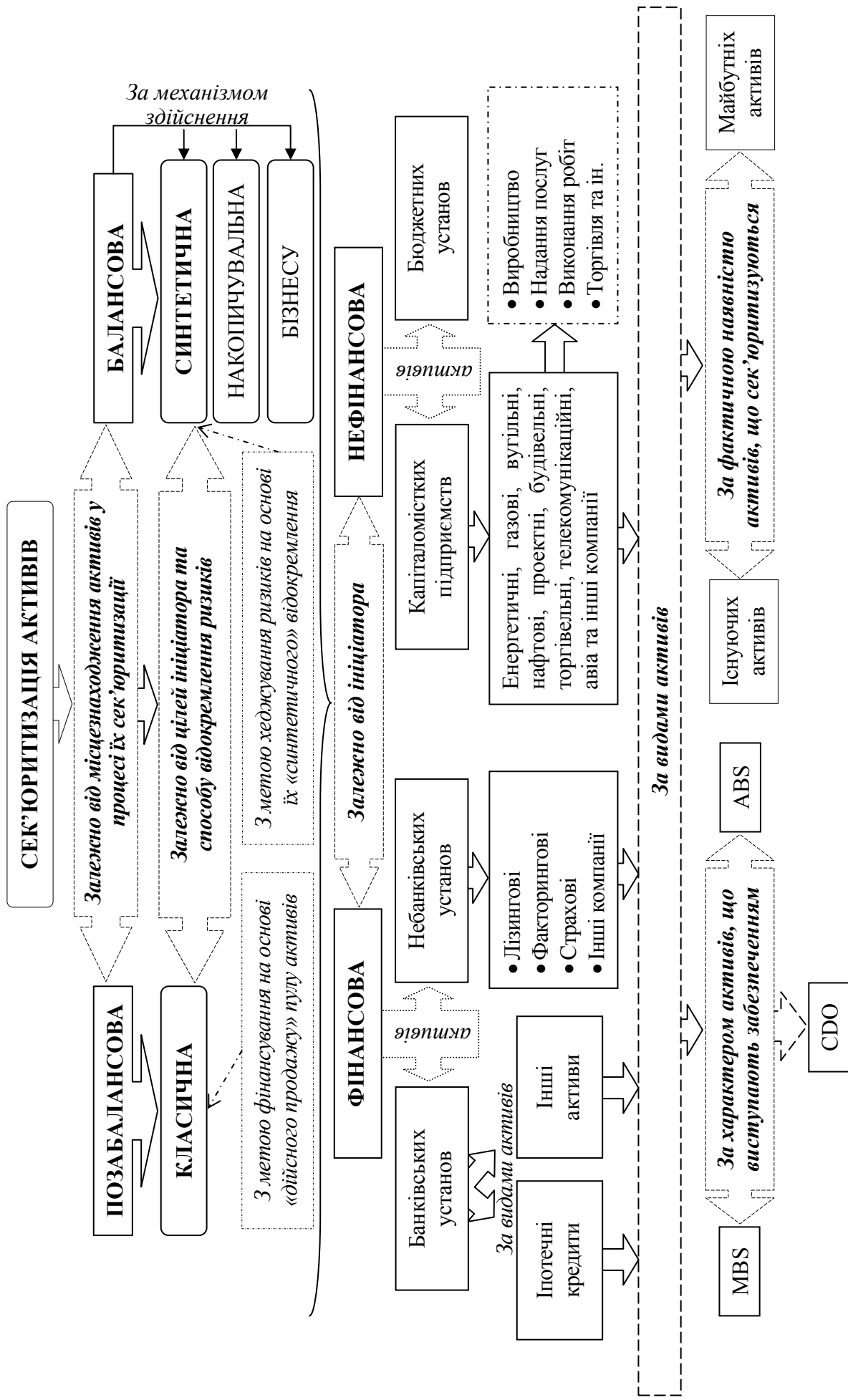


Рис. 1.7 Удосконалена класифікація сек'юритизації активів



Залежно від ініціатора операції слід виділяти сек'юритизацію активів фінансових та нефінансових установ. При цьому, у розрізі фінансових установ можна виокремити активи банківських та небанківських компаній (лізингових, факторингових, страхових та ін. фінансових компаній). У складі банківських активів необхідно розрізнити сек'юритизацію іпотечних кредитів (з подальшим виділенням видів іпотеки: житлова, комерційна) та сек'юритизацію інших активів (інші кредити (споживчі, автокредити, на навчання), заборгованість за пластиковими картками, лізингові та факторингові платежі).

Щодо нефінансових установ, то слід виділити сек'юритизацію активів бюджетних установ та нефінансових компаній капіталомісткої сфери, які займаються виробничою та торгівельною діяльністю, виконують роботи, надають послуги (підприємства, які потребують значних фінансових вкладень: енергетичні, телекомунікаційні, газові, вугільні, нафтові, торгівельні, авіа та інші компанії).

Відмінності між сферами економічної діяльності оригінаторів спричиняють відмінності у процесі проведення сек'юритизації, до яких, насамперед, відносяться законодавчі обмеження та специфіка активів, якими володіє кожен з оригінаторів. Залежно від видів активів використовуються різні схеми структурування угод та здійснюється випуск відповідних цінних паперів.

Існування різноманітних схем побудови механізму сек'юритизації призвело до виникнення великої кількості різних класифікацій її видів. Окрім охарактеризованих вище основних класифікаційних груп, науковцями виокремлюються й інші види сек'юритизації за різними ознаками (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

### Варіація підходів до класифікації видів сек'юритизації

<i>Види сек'юритизації</i>	<i>Класифікаційні ознаки та науковці</i>
1) Внутрішня (національна) 2) Транскордонна (міжнародна, зовнішня)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від місця знаходження емітента (Кісельова М.С. [103])</li> <li>• Залежно від юрисдикції (Анісімов А.Н. [7], Тогонідзе Д.І. [227])</li> <li>• За територіальною ознакою (Новак О.С. [151], Фурсова В. [241])</li> </ul>
1) Публічна 2) Приватна	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від структури сек'юритизаційної трансакції (Чубук Л.П. [250])</li> <li>• За способом розміщення цінних паперів (Анісімов А.Н. [7], Тогонідзе Д.І. [227])</li> </ul>
1) Відкрита 2) Закрита	<ul style="list-style-type: none"> <li>• За умовами повідомлення первинних позичальників (Новак О.С. [151])</li> </ul>
1) Проста (автономна) 2) Складна (кондуїдна)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від структури угоди (Чубук Л.П. [250])</li> <li>• Залежно від складу учасників (Кісельова М.С. [103])</li> </ul>
1) Довгострокова (на невизначений термін) 2) Короткострокова (термінова)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від строків (Тогонідзе Д.І. [227])</li> <li>• За тривалістю програми випуску (Чубук Л.П. [250])</li> </ul>
1) Низькоризикова 2) Високоризикова	За рівнем ризику активів (Новак О.С. [151], Фурсова В. [241])
1) З правом регресу на оригінатора 2) Без права регресу на оригінатора	За можливістю регресу (Новак О.С. [151])

За територіальною ознакою сек'юритизацію поділяють на транскордонну (міжнародну, зовнішню), якщо емісія цінних паперів здійснюється на міжнародному ринку та національну (внутрішньодержавну, внутрішню) – у випадку належності учасників сек'юритизації до резидентів однієї країни. Ця ознака має важливе значення, оскільки проведення сек'юритизації на міжнародному і національному ринках суттєво різняться як в аспекті законодавчо-правових норм, так і за обсягами операцій (на міжнародних ринках вони повинні становити не менше 100 млн. доларів), кількістю учасників операції (на міжнародних ринках їх значно більше, оскільки надаються додаткові гарантії) тощо [241, с. 58].

Публічна сек'юритизація передбачає випуск цінних паперів, які пропонуються широкому спектру інвесторів, що, відповідно, потребує обов'язкової оцінки рейтинговими агентствами. Вочевидь, приватний випуск забезпечених цінних паперів здійснюється безпосередньо для індивідуальних інвесторів і тому не потребує обов'язкового зовнішнього рейтингового оцінювання.

Проста (автономна) сек'юритизація здійснюється з ініціативи одного окремого оригінатора (структура з одним продавцем – single-seller), проте невеликі за розміром компанії (фінансові та нефінансові) досить часто не можуть сформувавши необхідний розмір пулу активів. У такому випадку окремі оригінатори агрегують їхні пули зобов'язань у так звану структуру з багатьма продавцями (multi-seller structure).

Якщо говорити про тривалість процесу сек'юритизації, то зрозуміло, що при довгостроковій сек'юритизації передбачається тривале розміщення капіталу на фондовому ринку (від 5 до 30 років, залежно від природи активів, що забезпечують цінні папери). Угода вважається завершеною після повної окупності сек'юритизованих активів. Короткострокова сек'юритизація передбачає більш термінове погашення цінних паперів, як правило, – від 30 до 360 днів.

За рівнем ризику розрізняють високоризикову (при використанні низькоякісних активів, а іноді й дефолтних активів (sub-prime asset)) та низькоризикову (з використанням активів високої якості) сек'юритизацію.

Високоякісними є ті активи, погашення яких відбувається без затримок, кредитоспроможність позичальника – високою, забезпечення – достатнім. Низькоякісні активи допускають затримку в платежах за активами, недостатнє забезпечення або його брак, низький клас позичальника. Використання низькоякісних іпотечних активів у американських банках і призвело до негативних наслідків не лише для банків, а й для інших учасників сек'юритизації [241, с. 58]. На практиці, як правило, механізм сек'юритизації реалізується шляхом емісії кількох траншів цінних паперів, причому кожен наступний транш забезпечений активами нижчої якості. Таким чином, інвестор може обрати на свій розсуд: у цінні папери якого траншу вкладати кошти в залежності від співвідношення їх ризику і доходності.

Також слід зауважити, що лише Новак О.С. виділяє такі види сек'юритизації, як відкрита і закрита, а також з правом регресу на оригінатора та без можливості регресу на оригінатора. Останні два види характерні для класичної сек'юритизації. Сутність сек'юритизації активів з можливістю регресу полягає в тому, що у

випадку припинення надходжень за придбаними активами SPV може звернутись до оригінатора з вимогою погашення заборгованості за цими активами. Застосування механізму сек'юритизації з правом регресу на оригінатора відноситься до зовнішніх методів підвищення надійності сек'юритизованих активів [151].

Сутність відкритої сек'юритизації полягає в тому, що при передачі прав вимог за договорами (активів) спеціальному посереднику, оригінатор повідомляє про це своїх дебіторів. Закрита сек'юритизація проводиться без попередження первинних позичальників оригінатора. Усі операції з сек'юритизації активів, які були здійснені вітчизняними банками, відносяться до закритих. Проте існують випадки, коли здійснення закритої сек'юритизації є неможливим: у разі повного продажу активів та передачі SPV права отримання платежів за сек'юритизованими активами, а також у разі передачі діяльності з обслуговування сек'юритизованих активів (відображення операцій в бухгалтерському обліку, інкасо, контроль за станом грошових вимог тощо) агенту з обслуговування. В Україні проведення банками сек'юритизації активів з передачею права отримання доходів за цими активами іншими особам забороняється, оскільки відбувається порушення банківської таємниці [151].

Вибір будь-якого з перерахованих вище видів сек'юритизації залежить в першу чергу від поставленої мети. Компанія-оригіратор повинна чітко усвідомлювати, які завдання повинні бути вирішені за допомогою використання сек'юритизації в кожному індивідуальному випадку і, виходячи з цього, вибирати її відповідну структуру.

Всі охарактеризовані вище види сек'юритизації в тій чи іншій мірі впливають на організацію і методику побудови системи бухгалтерського та аналізу. В таблиці 1.4 наведено ті з них, які здійснюють вирішальний вплив на порядок формування обліково-аналітичного забезпечення процесу сек'юритизації.

Загалом від обраного предмета сек'юритизації, тобто відповідних активів, залежить вибір об'єкта бухгалтерського обліку, деталізація аналітичного обліку, стан використання позабалансових рахунків та напрями економічного аналізу. При цьому, поділ сек'юритизації за ініціаторами її здійснення, насамперед, визначає рівень законодавчого регулювання, а також впливає на методику бухгалтерського обліку (в частині первинних документів, рахунків, форм звітності тощо) та рекомендовані галузеві значення фінансових показників.

Отже, вважаємо, що основними механізмами реалізації сек'юритизації активів є її позабалансова та балансова моделі, які, відповідно, є базовими. Всі інші види сек'юритизації здійснюються на основі зазначених базових моделей і видозмінюються залежно від мети, особливостей діяльності та кількості учасників, специфіки активів та способу структурування цінних паперів, забезпечених цими активами.

Для усунення недоліків існуючих класифікацій сек'юритизації активів запропоновано розглядати даний механізм у поєднанні трьох його основних складових: учасників, активів та цінних паперів, забезпечених цими активами, та виділити наступні критерії: залежно від місцезнаходження активів у процесі їх сек'юритизації; залежно від цілей ініціатора та способу відокремлення

ризиків; за механізмом здійснення балансової сек'юритизації; залежно від ініціатора; за фактичною наявністю сек'юритизованих активів; за характером активів, що виступають забезпеченням.

Запропонована нами класифікація дає змогу поглибити сучасне розуміння природи сек'юритизації активів, підвищити рівень адекватності заходів щодо запобігання ризиків при реалізації конкретного її виду, а також визначити ті види, які безпосередньо здійснюють вплив на організацію і методику бухгалтерського обліку та економічного аналізу.

Таблиця 1.4

**Вплив основних видів сек'юритизації активів на їх обліково-аналітичне забезпечення**

<i>Види сек'юритизації</i>	<i>Характеристика впливу на бухгалтерський облік та економічний аналіз</i>
1	2
<p><i>Залежно від місцезнаходження активів у процесі їх сек'юритизації:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• позабалансова (класична)</li> <li>• балансова (за механізмом здійснення: синтетична, накопичувальна, бізнесу)</li> </ul>	<p>Насамперед вибір одного з даних видів впливає на те, на балансі якої компанії будуть знаходитися сек'юритизовані активи, тобто чи матиме місце облік процесу відступлення права грошової вимоги. Також від обраного виду сек'юритизації залежатиме, хто з учасників буде здійснювати емісію цінних паперів, забезпечених пулом активів, та, відповідно, відобразити її в обліку. Залежно від обраної техніки здійснення балансової сек'юритизації об'єктами обліку будуть зобов'язання за кредитними деривативами, надані кредити, резерви, застава, забезпечення та ін. При структуруванні угоди з використанням SPV постає необхідність ведення бухгалтерського обліку на умовах аутсорсингу або ж SPV функціонує у вигляді пайового інвестиційного фонду, що перебуває в управлінні компанії з управління активами (КУА) та обліковується нею окремо від результатів її господарської діяльності. Крім того, зазначені види сек'юритизації потребують побудови деталізованої системи аналітичного і позабалансового обліку, у т.ч. відокемленого обліку сформованого пулу однорідних активів, а також спричиняють виникнення різних податкових наслідків/</p> <p>Балансова та позабалансова сек'юритизація по-різному впливають на такі фінансові показники компанії-оригінатора, як: валюта балансу, склад і структуру активів і пасивів, показники ліквідності і фінансової стійкості; показники фінансових результатів і рентабельності, а також вибір методів оцінки ризиків та прогнозування грошових потоків. За балансової сек'юритизації валюта балансу компанії-оригінатора зростає на суму засобів, залучених в результаті емісії цінних паперів забезпечених її активами. Відповідно, зростає і вартість залученого капіталу та його частка у структурі пасивів. В обох випадках збільшується частка ліквідних активів і, відповідно, зменшується частка неліквідних активів, що, в свою чергу, призводить до покращення в цілому показників ліквідності. Використання механізму класичної позабалансової сек'юритизації дозволяє знизити вартість залученого капіталу та капіталу в цілому за рахунок розмежування ризику оригінатора від ризику активів</p>

1	2
<p><i>За фактичною наявністю сек'юритизованих активів:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• існуючих активів (вимог)</li> <li>• майбутніх активів (вимог)</li> </ul>	<p>Виникають значні труднощі при обліку процесу сек'юритизації майбутніх вимог, що пов'язано з їх відсутністю на балансі оригінатора і неможливістю достовірно розрахувати (оцінити) майбутні грошові надходження. Зазначені операції потребують деталізованого позабалансового обліку (у т.ч. контрактних зобов'язань, забезпечення тощо), а також «ізолювання» активів і грошових потоків, які виникнуть в майбутньому, навіть у разі банкрутства оригінатора. Дані види мають різний вплив на порядок укладання договорів</p> <p>Передбачає використання різних методів прогнозування, у тому числі прибутку, оцінки ризиків, а також здійснення аналізу інвестиційної привабливості. Впливає на аналіз руху грошових коштів, ділової активності та фінансових результатів</p>
<p><i>Залежно від ініціатора:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• фінансова (банківська, небанківська)</li> <li>• нефінансова (сек'юритизація активів капіталомістких компаній та бюджетних установ)</li> </ul>	<p>Бухгалтерський облік діяльності банківських, бюджетних та інших підприємств регулюється різними нормативними актами, зокрема, використовуються різні плани рахунків бухгалтерського обліку та інструкції щодо їх використання. Також відрізняється елементи методу обліку, у т.ч. первинні документи, рахунки, форми звітності</p> <p>Впливає на галузеві значення показників фінансово-майнового стану та специфіку здійснення аналізу, зокрема, діяльності банківських, лізингових, страхових, державних та інших установ. Для оцінки діяльності банківських установ розроблені «правила Базеля» та встановлено величину достатності капіталу</p>

Необхідність ідентифікації господарських операцій в процесі сек'юритизації активів, які підлягають обліковому відображенню, потребує дослідження особливостей такого фінансового механізму.

### 1.3. Об'єкти бухгалтерського обліку в процесі сек'юритизації активів

Успішність проведення операцій сек'юритизації активів в значній мірі залежить від формування ефективного механізму її здійснення: визначення основних етапів, учасників та їх функцій на кожному з виділених етапів.

Загалом механізм сек'юритизації активів передбачає, що її ініціатор, компанія-оригінація (банки або інші кредитно-фінансові установи, нефінансові компанії, органи державної влади, комунальні підприємства та ін.), генерує активи в процесі здійснення своєї поточної підприємницької діяльності (наприклад, шляхом видачі кредитів, поставки товарів, надання послуг, зокрема, надання майна в оренду тощо), в результаті чого в цій компанії з'являються активи – права вимоги до третіх осіб (боржників). Далі з цих прав вимоги формують пул активів і під їх забезпечення випускають цінні папери з подальшою реалізацією на фондовому ринку. Отримуючи таким чином кошти, суб'єкт господарювання має можливість направити їх на реалізацію нових відносин, у тому числі на отримання додаткового прибутку, у вигляді різниці між відсотками по активах та цінних паперах, що сприяє зростанню оборотності коштів.

Враховуючи зазначене, для виокремлення господарських операцій, що підлягають обліковому відображенню в процесі сек'юритизації активів, постає потреба в дослідженні особливостей реалізації сек'юритизаційного механізму.

Вочевидь, у процесі сек'юритизації активів використовується цілий ряд економічних механізмів, що охоплюють досить широке коло учасників (див. таблиця 1.5) та угод особливого роду, і створюють певний комплекс, який, у свою чергу, може значно варіювати і доповнюватися в залежності від мети та можливостей ініціатора сек'юритизації.

Казачков А.А. зазначає, що навіть поверховий аналіз проспектів емісії цінних паперів в рамках сек'юритизації показав, що в сучасних угодах беруть участь близько п'ятнадцяти контрагентів, між якими укладається більше десятка різних угод [96, с. 179].

Використання такої великої кількості професійних учасників дозволяє проводити унікальні операції, оскільки вони виконують відведену їм частину функцій ефективніше і з меншими витратами, ніж інші особи. З іншого боку, існування складної системи виправдано її спрямованістю на мінімізацію ризиків учасників, в першу чергу – інвесторів.

Дослідження зарубіжної [26; 148; 128; 186; 40; 218] та вітчизняної наукової літератури [16; 144; 224; 151; 250; 255] щодо послідовності реалізації механізму сек'юритизації активів дозволило виокремити її основні етапи:

- 1) оцінка доцільності та можливості проведення сек'юритизації активів (планування сек'юритизації активів) (може тривати від 2 тижнів до 2 місяців);
- 2) формування та оцінка пулу активів (1 міс.-3 міс.);
- 3) структурування угоди (2 міс.-4 міс.);
- 4) випуск цінних паперів (1 міс.-3 міс.);
- 5) моніторинг операцій.

На першому етапі відбувається вивчення всіх аспектів діяльності ініціатора сек'юритизації, його потреб і можливостей, на основі чого приймаються рішення щодо цілей проведення сек'юритизації активів; а також розробляється фінансово-економічне обґрунтування її доцільності та сам проект угоди. Для цього створюється спеціальна експертна група, до складу якої включаються представники різних структурних підрозділів оригінатора.

Насамперед сформована експертна група відповідно до встановленої стратегії розвитку компанії повинна сформулювати чіткі завдання, які необхідно вирішити в результаті сек'юритизації активів. Прикладами мотивів для сек'юритизаційних угод можуть виступати: отримання фінансування за рахунок випуску цінних паперів; хеджування ризиків; покращення показників балансу; підвищення ліквідності активів оригінатора; отримання оригінатором додаткового прибутку; економія за рахунок скорочення розрахункової вартості власного капіталу (у результаті сек'юритизації активів зменшуються витрати, пов'язані з використанням власних коштів) тощо.

Недостатньо глибока і детальна робота на даному під етапі може призвести до серйозних проблем на етапі структурування і до збільшення витрат, пов'язаних з організацією та проведенням угоди, адже від чіткого визначення завдань здійснення сек'юритизації залежить подальший вибір структури майбутньої угоди.

**Можливі суб'єкти процесу сек'юритизації активів та їх функції\***

<i>Учасники</i>	<i>Функції</i>
<i>Прямі (основні) учасники процесу сек'юритизації активів</i>	
Позичальники	Боржники за активами, що складають забезпечення емітованих цінних паперів (безпосередні дебітори). Отримання вигоди інвесторами безпосередньо залежить від своєчасних виплат обслуговуючому агенту основної суми боргу та відсотків за ним
Оригінатор	Ініціює процес сек'юритизації, формує пул однорідних активів, придатних до сек'юритизації та перепродає його спеціально створеному фінансовому посереднику (за умов класичної сек'юритизації) або рефінансує його шляхом випуску забезпечених цінних паперів (за умов балансової, синтетичної сек'юритизації)
Спеціально створена компанія (SPV) (емітент)	Купує пул активів, призначених для сек'юритизації, у оригінатора та здійснює випуск цінних паперів, забезпечених виплатами за придбаними активами
Інвестори	Вкладають кошти в цінні папери, забезпечені сек'юритизованими активами (пенсійні фонди, банки, інвестиційні фонди відкритого типу, хедж-фонди, страхові компанії, центральні банки, міжнародні фінансові установи, корпорації та ін.)
<i>Непрямі учасники процесу сек'юритизації активів</i>	
Поручитель	Організації, що здійснюють кредитну підтримку сек'юритизаційної угоди та підтримку ліквідності (такою організацією може виступати сам оригінатор)
Гаранти	Підвищують кредитну якість угоди (банки, страхові компанії, гарантійні фонди та інші)
Рейтингове агентство	Визначає рейтинг забезпечених активами цінних паперів на основі аналізу якості пулу сек'юритизованих активів та фінансового стану учасників
Сервісер (агент з обслуговування)	Здійснює обслуговування активів після їх продажу оригінатором (досить часто сервісером виступає сам оригінатор на основі укладення договору про обслуговування активів)
Резервний сервісер	Обслуговує активи у випадку, якщо їх не може обслуговувати сервісер, або в тому випадку, якщо SPV скористається своїм правом відмінити призначення сервісера
Організатор випуску	Інвестиційний банк (lead arranger), який є основним дистриб'ютором забезпечених активами цінних паперів в межах конкретної угоди
Андеррайтер	Здійснює оцінку та надає підтримку цінних паперів, а також бере участь у структуруванні угоди
Хедж-провайдер	Здійснює хеджування будь-яких валютних або процентних ризиків, які можуть виникнути у емітента структурованих цінних паперів
Консалтингові компанії	Юридичні, аудиторські та бухгалтерські компанії, які надають відповідні послуги: займаються договірним процесом, здійснюють консультування з усіх необхідних питань оподаткування та юридичних аспектів, проводять аудиторські перевірки, безпосередньо ведуть бухгалтерський облік поточної діяльності та складають бухгалтерську звітність SPV
Керуюча компанія	Здійснює оперативне управління SPV, виконуючи функції одноосібного виконавчого органу SPV; забезпечує організацію виконання рішень загальних зборів акціонерів чи ради директорів SPV

\* Складено на основі використання: [26, с. 95-111]; [16, с. 24]; [148, с. 50]; [128, с. 122]; [144, с. 53]; [201, с. 23-24]; [224, с. 56]; [96, с. 179]; [218, с. 296-310]

Далі одним із важливих питань, яке повинна вирішити експертна група, є формування фінансово-економічного обґрунтування необхідності та можливості застосування сек'юритизації, яке передбачає здійснення цілого ряду аналітичних процедур:

- вивчення інтересів потенційних інвесторів (дослідження фондового ринку);
- оцінка фінансово-майнового стану оригінатора (проведення комплексної перевірки економічного потенціалу (due diligence));
- ідентифікація впливу угоди на фінансово-майнові показники діяльності ініціатора сек'юритизації;
- оцінка активів щодо можливості їх сек'юритизації;
- оцінка ризиків, пов'язаних з використанням сек'юритизації активів.

Під час визначення економічної доцільності та можливості проведення сек'юритизації активів повинні бути отримані відповіді на такі основні питання: “З якою метою проводиться сек'юритизація активів (залучення додаткових джерел фінансування чи мінімізація ризиків)? Чи є альтернативні варіанти досягнення визначених цілей? Чи придатні до сек'юритизації активи, якими володіє ініціатор і чи достатній їх обсяг? Чи в змозі оригінатор, з урахуванням його управлінського потенціалу та технічних ресурсів, виконувати зобов'язання щодо обслуговування активів, інформування контрагентів, а також супроводжувати операцію до її завершення без сторонньої допомоги?” Слід зауважити, що відповідь на останнє питання певною мірою визначає модель сек'юритизації активів та основних її учасників. Зокрема, якщо компанія вперше планує залучити фінансові ресурси за допомогою сек'юритизації, то доцільним буде залучення зовнішнього фінансового консультанту з надійною репутацією і знанням останніх тенденцій на ринку сек'юритизації. Протягом усіх етапів угоди консультант діятиме в інтересах оригінатора, повністю контролюючи хід виконання проекту, а також передаючи свої знання і досвід його співробітникам (координація інформаційного потоку і співпраці з усіма залученими учасниками, консультування під час переговорів, допомога в ідентифікації та вирішенні найважливіші проблеми тощо).

Для окреслення інтересів потенційних інвесторів у цінні папери, що випускаються в результаті сек'юритизації активів, необхідно провести дослідження ринку активів, які будуть лежати в основі майбутніх цінних паперів з виявленням поточного стану ринку вибраних активів в Україні та світі, а також динаміки його розвитку та супутній йому загальний соціально-економічний фон. Крім того, слід здійснити прогноз щодо перспектив розміщення цінних паперів, забезпечених активами, з урахуванням інших подібних (наприклад, за дохідністю) видів цінних паперів, які перебувають в обігу.

Також для обрання оптимального типу сек'юритизаційної моделі з врахуванням особливостей діяльності та цілей оригінатора, слід оцінити, який вплив здійснюватиме та чи інша модель на його фінансові показники. Зокрема, необхідно враховувати, що позабалансова і балансова сек'юритизація по-різному впливають на фінансово-майновий стан компанії-оригінатора і, перш за все, це відображається на таких показниках, як валюта балансу, склад і структура активів і пасивів, показники ліквідності і фінансової стійкості; показники фінансових результатів і рентабельності, а також показники ділової активності.



При вивченні можливості використання механізму сек'юритизації активів необхідним є аналіз якості наявних активів оригінатора, що дозволяє оцінити саму перспективу залучення фінансових ресурсів за рахунок сек'юритизації.

При здійсненні оцінки стану активів оригінатора визначається їх придатність за рядом критеріїв, насамперед, це прогнозованість грошового потоку, що генерується активами, можливість його вимірювання та моделювання, а також можливість їх технічного та юридичного відокремлення. Крім того, аналізу підлягає якість інформації про такі активи, відповідна на них документація та наявність історичної інформації щодо платоспроможності потенційного боржника (у т.ч. частота невиконання боржниками зобов'язань, дострокових повернень і затримки платежів). На основі результатів такого аналізу визначаються критерії відбору активів, формується і оптимізується попередній пул. Крім того, дана інформація є основою для прогнозування майбутніх потоків платежів.

Оскільки одним з найбільш значних переваг застосування сек'юритизації активів є перерозподіл ризиків між учасниками угоди і більш ефективне управління ними, то при обґрунтуванні доцільності використання сек'юритизації постає потреба у виявленні всіх можливих ризиків, притаманній цій фінансовій інновації, які, насамперед, залежатимуть від специфіки забезпечення (сек'юритизованих активів), кількості учасників процесу та видів цінних паперів. При цьому, правильне структурування відносин сек'юритизації дозволяє розподілити ризики, притаманні активам, між учасниками відносин таким чином, щоб кожен з них був здатний об'єктивно їх оцінити та грамотно мінімізувати.

Види ризиків, які виникають при сек'юритизації прийнято розглядати з позиції різних класифікацій. В даний час в науковій літературі представлено безліч варіантів класифікації ризиків, пов'язаних із сек'юритизацією, при цьому одна з перших була розроблена Х.П. Бером [26]. Всю сукупність ризиків сек'юритизації активів автор поділив на дві групи: ризики покриття і ризики самого процесу сек'юритизації. До першої групи входять ризики, що виникають при фінансуванні пулу активів (кредитний ризик, ризик дострокового повернення або затримки платежів, ризик ліквідності, зміни відсоткових ставок або обмінних курсів валют тощо), до другої – ризики сек'юритизації, які залежать від обраної структури проведення угоди (ризики структури і потоку платежів (ризик невиконання прийнятих зобов'язань) і правові ризики (ризики зміни законодавства)).

У класифікації Ю. Дворак ризики сек'юритизації поділяються на чотири групи: ризики активів, загальні ризики, економічні та правові (структурні) ризики [270].

Узагальнивши існуючі підходи до класифікації ризиків сек'юритизації [2, 26, 51, 203, 96, 166, 218, 242] та враховуючи взаємообумовленість трьох її основних складових (учасників, активів і цінних паперів), вважаємо, що слід розрізняти чотири групи ризиків: ризики пулу активів (покриття); ризики учасників; ризики структури; ризики випущених цінних паперів (рис. 1.9, Додаток К).



Рис. 1.9 Узагальнена класифікація ризиків сек'юритизації активів

Насамперед необхідною є оцінка ризиків активів (покриття), оскільки за певних обставин вони можуть спричинити затримку або скорочення обсягу виплат за цінними паперами, змінивши відповідно їх прибутковість.

До ризиків учасників відносяться ризики того, що одна зі сторін угоди не виконає взяті на себе зобов'язання або що передбачені договором обов'язки навмисно або в результаті недбалості будуть надані неналежним чином.

Ризики структури (або структурні ризики) залежать від обраного способу структурування угоди і виникають, відповідно, внаслідок взаємодії великої кількості учасників угоди та комбінування різноманітних її елементів. Зокрема, помилки в договірній роботі при створенні SPV або при структуруванні угоди можуть призвести до включення активів, переданих SPV, до конкурсної маси ініціатора, що буде обмежувати права інвесторів, як власників цінних паперів. На відміну від ризиків активів, які можуть бути досить точно оцінені і кількісно розраховані, структурні ризики здебільшого припускають якісний аналіз угоди, що далеко не завжди дає точну оцінку можливих втрат.

Щодо останньої групи ризиків, то вони виникають внаслідок специфіки випущених цінних паперів. При їх оцінці слід враховувати, що різним за старшинством і рівнем забезпечення траншам цінних паперів притаманні різні типи ризиків. Також слід враховувати, що зобов'язання за випущеними цінними паперами може бути визнане недійсним внаслідок правових ризиків і зміни вартості забезпечення. Правовий ризик включає ризик зміни законодавства в період розміщення та обігу емітованих цінних паперів і документаційні ризики за угодою (недосконалість договірної бази, недостатнє опрацювання умов випуску, обігу та погашення, зазначених в емісійних документах тощо). Валютний ризик виникає, коли цінні папери номіновані і підлягають оплаті у валюті, відмінній від валюти, в якій номінований і

сплачується базовий актив сек'юритизації. Ризик зміни відсоткової ставки пов'язаний з розміром сплачуваних боржниками відсоткових платежів за базовими активами, які виявляються нижчими, ніж відсотки, що виплачуються за цінними паперами, забезпеченими цими активами. Ризик ліквідності може виникнути через недостатній інтерес інвесторів до таких цінних паперів.

Для мінімізації ризиків сек'юритизації можуть бути застосовані внутрішні і зовнішні механізми захисту від ризиків (їх ще називають інструментами підвищення надійності цінних паперів). Внутрішні механізми захисту від ризиків закладаються в структуру угоди (використання резервного фонду, зобов'язання зворотного викупу дефолтних кредитів; траншування емітованих цінних паперів (субординація випуску); викуп молодшого траншу на баланс оригінатора; додаткове забезпечення; надлишковий спред). Зовнішні механізми підвищення надійності менш розвинені, але можуть бути виділені за рахунок можливого надання гарантій сторонніх компаній, а також залучення в угоду організатора з високим рейтингом і стійким фінансовим станом.

Додаткове забезпечення (over collateralization) – перевищення вартості продажу активів над мінімально необхідним обсягом погашення емітованих SPV паперів. Суть механізму полягає в тому, що активи передаються не за номінальною вартістю, а з «деяким спредом» в ціні, що забезпечує мінімальний резерв покриття на випадок неплатоспроможності клієнта (боржника). Надлишковий спред (excess spread) – надлишкова прибутковість, яка визначається як різниця між відсотком за базовим активом, прибутковістю за емітованими цінними паперами та відсотком комісійної винагороди за обслуговування пулу сек'юритизованих активів. До структурної підтримки належить встановлення мінімального коефіцієнту покриття боргу активами (Debt Service Coverage Ratio – DSCR) – відношення доходів від активів до суми необхідних виплат за облігаціями за певний період часу, який характеризує якість забезпечення за угодою і обернено пропорційний ймовірності дефолту [218, с. 357].

Слід зауважити, що у випадку застосування синтетичної сек'юритизації ізоляція пулу відповідних активів від ризику банкрутства оригінатора повинна здійснюватися шляхом їх відокремлення від загальної конкурсної маси при банкрутстві оригінатора і закріплення в законодавстві першочергового права власників цінних паперів сек'юритизації (інверторів) на даний пул активів порівняно з іншими кредиторами. Зазначене слід враховувати при розробці проекту угоди сек'юритизації та при її безпосередньому структуруванні.

За результатами проведеного аналізу можливостей та потреб ініціатора сек'юритизації активів приймається рішення щодо доцільності її застосування. У разі позитивного результату здійснюється подальше планування реалізації сек'юритизаційного механізму. Зокрема, розробляється декількох проектів угоди та здійснюється попередня оцінка економічної ефективності угоди; формується попередній список можливих учасників угоди.

Далі відбувається вибір так званих «третьох сторін угоди», зокрема, укладаються договори з консультантами з юридичних та податкових питань, які готують всю необхідну документацію на всіх етапах сек'юритизації, а також

стежать за тим, щоб юридичні та податкові ризики в середині структури були мінімізовані.

На другому етапі здійснюється формування та оцінка пулу активів для сек'юритизації. Відбору підлягають активи, які представляють собою право грошової вимоги, зокрема, права кредитора одержувати від боржника певний обсяг грошових коштів в якості оплати за надання майна у користування, його реалізацію, виконання робіт або надання послуг.

У свою чергу, зазначені грошові вимоги можуть бути як вже існуючими, так і майбутніми; короткостроковими – від 30 до 360 днів (наприклад, торгівельна дебіторська заборгованість, що дає право на отримання платежів за продані товари або надані послуги) або довгостроковими, такими як платежі, термін виконання яких настає після закінчення року за договорами позики, лізингу, страхування, ліцензійними договорами, договорами про управління тощо. Крім того, активи мають бути відносно однорідними, тобто якщо це кредити, то за такими показниками, як терміновість, відсоткова ставка, кредитні ризики і ліквідність, що забезпечує можливість актуарних розрахунків. Особливий інтерес викликають активи, грошові кошти за якими надходять регулярно і в прогнозованому обсязі.

Відбір активів до єдиного пулу здійснюється відповідно до визначених раніше критеріїв з подальшим їх відокремленням від решти балансового майна компанії, що, в свою чергу, вимагає належного відокремлення інформації щодо відібраних активів в системі рахунків бухгалтерського обліку.

Швейцарський економіст Х.П. Бэр у своїй знаменитій монографії «Сек'юритизація активів: сек'юритизація фінансових активів – інноваційна техніка фінансування банків» виділяє обов'язкові і бажані критерії придатності активів для сек'юритизації (Додаток Л). До обов'язкових критеріїв придатності активів відносяться ознаки, без яких реалізація сек'юритизації активів неможлива з врахуванням діючого правового регулювання чи існуючих технічних перешкод; до бажаних критеріїв – ознаки, які хоч і не перешкоджають здійсненню сек'юритизації, проте значно ускладнюють її проведення та підвищують вартість фінансування.

З цього приводу, Ст.Л. Шварц зауважує, що ризик того, що платежі не будуть здійснені в термін, є істотним чинником у визначенні вартості прав вимоги. Доки оригінатор може достатньою мірою передбачити сукупний відсоток дефолту, він може сек'юритизувати навіть ті права вимоги, які представляють певний ризик непогашення. Тому статистично великий пул прав вимоги, зібраних від багатьох боржників, виконання яких досить передбачуване, є кращим у порівнянні з меншим пулом прав вимоги, зібраних з кількох боржників [292, с. 145].

У розвиток зазначеного, слід зауважити, що, як показує світова практика, для реалізації угоди сек'юритизації мінімально необхідний обсяг пулу активів повинен становити в середньому 50-100 млн. дол. США [26, с. 33; 31, с. 18; 116, с. 62; 192, с. 282; 241, с. 58; 146, с. 80]. Такий значний обсяг угоди пояснюється високими операційними витратами і витратами на поточне управління (табл. 1.6).

**Орієнтовні витрати на сек'юритизацію активів\***

<i>Стаття витрат</i>	<i>Розмір витрат</i>
<i>Постійні витрати</i>	
Отримання кредитного рейтингу	50-100 тис. долл.
Юридичні послуги	50-150 долл. за год.
Податковий консалтинг	50-150 долл. за год.
Аудиторські послуги	150-200 долл. в день
<i>Змінні витрати</i>	
Кредитна підтримка	5-10 % від суми пула активів
Додаткова гарантія	8-10 % від суми пула активів
Страхування пула активів	5-7 % від суми пула активів
Комісійні андерайтеру	1-3 % від обсягу емісії
Винагорода організатору угоди	1-2 % від обсягу емісії
Комісія біржі при розміщенні	0,035 % від обсягу емісії

\*Сформовано на основі [218, с. 363-365; 228, с. 78]

Таким чином, для того, щоб активи могли бути сек'юритизовані і представляли інтерес для потенційних інвесторів, вони повинні відповідати наступним вимогам:

- здатність генерувати грошові потоки;
- прогнозованість таких грошових потоків за термінами та обсягами платежів;
- можливість вимірювання та моделювання грошових потоків;
- наявність історичної інформації щодо фінансового стану потенційного позичальника;
- регулярність грошових потоків;
- можливість відступлення прав вимоги по таких активах (відсутні законодавчі обмеження щодо уступки активів, а також наявні технічні можливості їхнього виокремлення);
- низька частота дефолтів, дострокового повернення і неплатежів;
- однорідність активів і висока стандартизація їх характеристик;
- географічна (регіональна) та інша диверсифікація структури боргу;
- достатній обсяг угоди (в середньому повинен становити 50-100 млн. дол. США);
- перевищення вхідного потоку платежів над вихідним потоком платежів.

На основі зазначених вимог експертна група повинна розробити критерії, за якими активи оригінатора включатимуться до пулу, тобто сформувати так званий «стандартизований» пул. Для цього оригінатору насамперед слід орієнтуватися на вже сформовані провідними рейтинговими агентствами «еталонні пули», які характеризуються складом активів з найкращими з можливих характеристик (критерії географічного розподілу боржників, розмір та термін боргу, величина відсоткової ставки, відношення величини боргу до вартості забезпечення, швидкість дострокових погашень, рівень дефолтів тощо).

Зокрема, у Великобританії при сек'юритизації іпотеки до стандартного пулу висуваються такі вимоги: обмеження географічної концентрації (не більше 50 % об'єму пулу припадає на Лондон), мінімальна кількість та мінімальний розмір кредитів (мінімум 300 кредитів, суми кредиту 15-150 тис. фунтів стерлінгів) та максимальне відношення розміру кредиту до вартості нерухомості – 80 % [26, с. 166].

Відбір активів до пулу доцільно проводити таким чином, щоб в ньому мали місце договори з різними термінами. У такому випадку договори з більш довгим терміном служитимуть забезпеченням по менш довгостроковим для коректної побудови траншей із зобов'язань у майбутньому. Крім того, необхідно слідкувати за тим, щоб укладені з боржниками договори не містили заборону на відступлення прав вимог.

У розвиток зазначеного, слід підкреслити визначальну роль активів у будь-якому механізмі сек'юритизації, оскільки саме вони визначають основні інвестиційні характеристики майбутніх цінних паперів, починаючи від рівня їх кредитного ризику і закінчуючи ставкою купона за облігаціями та договірною структурою угоди. Розуміння характеристик потоків платежів, що генеруються пулом активів, що лежать в забезпеченні емітованих цінних паперів, є основоположним у розумінні сутності та обґрунтуванні процесу створення цінних паперів, забезпечених активами. Більш детально питання оцінки пулу активів, що сек'юритизуються розглянуто в п. 3.2 даного дослідження.

Після того, як сформовано пул активів, придатних для сек'юритизації, на третьому етапі відбувається структурування угоди, яке передбачає моделювання грошових потоків (визначення структури майбутніх платежів і траншування випуску цінних паперів), вибір складу учасників угоди, у т.ч. створення спеціального посередника (SPV), який здійснюватиме емісію цінних паперів, підготовку проектної документації, передачу активів чи ризиків SPV, а також безпосереднє оформлення угоди (проспект емісії, інформаційні матеріали тощо).

При структуруванні угод сек'юритизації необхідно враховувати безліч факторів, серед яких профіль і структура оригінатора, якість активів, ціна і умови продажу активів (передачі ризиків), валюта угоди, структура грошових потоків, структура випуску цінних паперів (їх траншування), місцезнаходження та організаційно-правова форма господарської діяльності SPV, оподаткування операцій сек'юритизації тощо.

Під визначенням структури платежів по майбутніх цінних паперах слід розуміти спосіб передачі надходжень від пулу активів інвесторам, тобто погашення емітованих інструментів. Завдяки управлінню грошовими потоками, яке здійснюється на основі структурування, стає можливим варіювати розмірами, строками виплат та рівнем ризику по цінних паперах.

В економічній літературі за характером управління потоками платежів виділяють дві структури: прямого розподілу (перевідну, наскрізну, транзитну) (pass through) та платіжну (з управління платежами) (pay through).

В залежності від способу структурування угоди сек'юритизації активів приймається рішення щодо вибору цінних паперів (інструментів сек'юритизації). Великі облігаційні випуски зазвичай мають платіжну структуру грошових потоків,

тоді як для невеликих угод більше характерна структура прямого розподілу. Остання передбачає просту передачу власникам паперів щомісячних відсоткових платежів і виплат за основним боргом, що генеруються пулом активів, пропорційно кількості цінних паперів, що їм належать, тобто потік платежів передається інвесторам без зміни обсягів та строків погашення.

Основним недоліком структури прямого розподілу є ризик передчасного погашення заборгованості за сек'юритизованими активами, що зумовлює невизначеність по термінах погашення сек'юритизаційних цінних паперів і, відповідно, унеможлиблює завчасне прогнозування обсягів надходжень за такими інструментами та рівня їх доходності. Зазначене може спричинити зміну відсоткових ставок для інвестора, що значно знижує привабливість таких цінних паперів на міжнародних фондових ринках.

Цінні папери платіжної структури мають більшу гнучкість і дозволяють врахувати потреби інвесторів з різноманітними вимогами, оскільки SPV, акумулювавши надходження від активів, до моменту настання терміну виплати інвесторам укладає на ці кошти нові угоди, реінвестує їх, зокрема, в інші фінансові інструменти (наприклад, якщо платежі від боржників надходять щомісячно, а виплати інвесторам здійснюються щоквартально, то грошові надходження можна розмістити на депозитах в банках або вкласти в певні фінансові інструменти), і в підсумку розплачується з інвесторами з надходжень по вже новим угодам. Слід відмітити, що отримані таким чином грошові кошти виступають додатковим забезпеченням за сек'юритизаційними цінними паперами і в кінці визначеного терміну, якщо зазначене забезпечення залишається невикористаним, вони повертаються оригінатору у вигляді доходу.

Окрім структурування грошових потоків паралельно приймається рішення щодо способу структурування (траншування) випуску цінних паперів, що дозволяє здійснити перерозподіл ризиків одного портфеля активів між різними інвесторами, а в кінцевому результаті – забезпечує підвищення ефективності розміщення цінних паперів. Випуск цінних паперів здійснюється траншами з різними термінами погашення, ступенем ризику та дохідністю. Теоретично кількість емітованих траншів не обмежена, але, як правило, емісія складається з трьох: старшого (Senior Tranche), середнього (Mezzanine Tranche) і молодшого (Equity Tranche) траншів (Додаток М).

Основна відмінність між траншами полягає в черговості виконання за ними зобов'язань: по старших траншах зобов'язання виконуються в першу чергу (вони менш ризикові, але і менш дохідні), потім - по молодшим (вони більш ризикові і мають більшу дохідність), тобто кожен транш має свій пріоритет отримання доходу. Зокрема, облігації старшого траншу мають першочергове право на отримання відсотків і номіналу, а облігації молодших траншів фінансуються за залишковим принципом, проте купони за молодшим траншем перевищують купони, отримані за старшим. Зазначене зумовлює відповідний попит інвесторів: облігації молодших траншів купують агресивні інвестори, які схильні до ризиків, а облігації старших траншів – консервативніші інвестори, яких насамперед цікавить визначеність та стабільність.

Основним завданням траншування є досягнення оптимальної структури для максимізації вільних коштів, які залишаються в структурі операції після збору всіх надходжень з боку позичальників і здійснення всіх виплат учасникам випуску. Нарощування вільних коштів свідчить про більш стабільну структуру з точки зору рейтингових агентств, що дозволяє досягти більш високого кредитного рейтингу і, відповідно, знизити вартість залучення коштів.

Угоди синтетичної сек'юритизації можуть бути реалізовані за схемами, які передбачають різний ступінь передачі кредитного ризику та, відповідно, рівень початкового забезпечення, що надається покупцю захисту.

Федеральна резервна система США визначає три найбільш поширених способи структурування синтетичних угод (табл. 1.7):

- повністю профінансовані / фондовані синтетичні угоди (fully funded);
- частково профінансовані синтетичні угоди / операції з частковим фондуванням (partially funded);
- непрофінансовані / нефондовані синтетичні угоди (unfunded) [218, с. 457].

Таблиця 1.7

### Способи структурування синтетичних угод\*

<i>Найменування синтетичної угоди</i>	<i>Характеристика</i>
Повністю профінансовані / фондовані синтетичні угоди (fully funded)	Відбувається повне виконання продавцем захисту свого платіжного зобов'язання в початковий момент угоди, тобто він приймає на себе всі ризики пулу шляхом купівлі кредитних нот (CLN), що випускаються оригінатором (покупцем захисту), і представляють собою комбінацію облігацій з плаваючою процентною ставкою і дефолтного свопу. Кошти на покупку продавець захисту отримує шляхом випуску облігацій для інвесторів, старшого і молодшого класів, забезпечених CLN. Кредитний портфель у такому випадку є повністю хеджованим. Таким чином, при фондованому виді синтетичної сек'юритизації, зобов'язання продавця захисту є заздалегідь забезпеченими, роблячи саме цей вид найбільш популярним і поширеним
Частково профінансовані синтетичні угоди / операції з частковим фондуванням (partially funded)	Продавцю захисту передається лише частина кредитного ризику в конкретному портфелі, але в той же час інша частина кредитного ризику залишається без забезпечення. При цьому найчастіше використовується комбінація дефолтного свопу і CLN. Портфель активів за такими угодами хеджується, але покупець захисту тримає старшу позицію, рівну вартості втрат за зобов'язаннями даного портфеля, що перевищують молодшу позицію
Непрофінансовані / нефондовані синтетичні угоди (unfunded)	Непрофінансована (нефондована) синтетична сек'юритизація представляє собою угоду, структуровану без початкового покриття (забезпечення) зобов'язання продавця захисту, тобто ризики пулу йому не передаються, а безпосередньо переносяться на контрагентів на позабіржовому ринку

\* Сформовано на основі [26; 218; 229]

Вибір будь-якого з перерахованих вище видів синтетичної сек'юритизації залежить в першу чергу від поставленої мети.

Залежно від обраної структури та юрисдикції угоди сек'юритизації активів, її виду залучаються різні учасники. Для балансових накопичувальної та синтетичної



сек'юритизації без створення SPV кількість контрагентів, як правило, мінімальна: оригінатор, рейтингове агентство, аудиторська компанія та інвестори. Зате використання класичної схеми сек'юритизації активів потребує залучення досить значної кількості учасників.

В умовах здійснення традиційної (класичної) сек'юритизації, після того, як сформовано пул активів, оригінатор, використовуючи схему «дійсного продажу» («true sale»), тобто на основі угоди купівлі-продажу передає його спеціально створеному фінансовому посереднику – SPV (Special Purpose Vehicle)<sup>9</sup>. Завдяки цьому, відокремлений пул активів отримує юридичну самостійність, не потрапляє більше у сферу повноважень оригінатора і тим самим звільняється від усіх оперативних і господарських ризиків, пов'язаних з його діяльністю. Відповідно, у разі несприятливої події (дефолту) з оригінатором переданий SPV актив не може бути повернутий у конкурсну масу первісного власника активу і використаний для задоволення вимог його кредиторів.

За умови використання SPV в синтетичній моделі сек'юритизації активів, зазначена спеціально створена компанія на основі деривативів придбає не активи, а ризики за цими активами. Відповідно, продавець ризику (оригінатор) виступає в ролі покупця захисту або гарантії (protection buyer) і, навпаки, покупець ризику (SPV) – це продавець захисту (protection seller) (рис. 1.10).

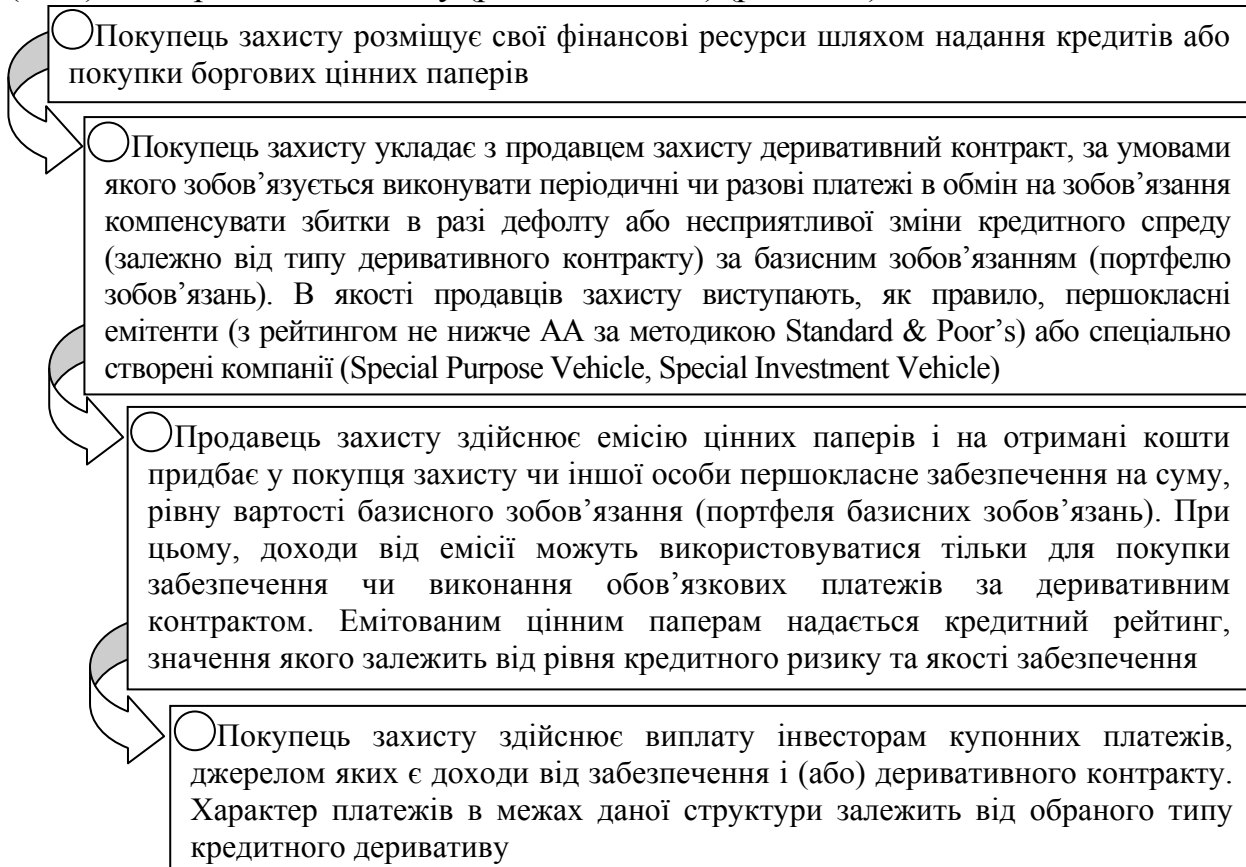


Рис. 1.10 Схема співпраці між покупцем і продавцем захисту в синтетичній сек'юритизації

<sup>9</sup> В науковій літературі для позначення такого фінансового посередника використовують різноманітні терміни: «спеціальна юридична особа», «спеціальна проектна компанія», «спеціально створена компанія», «компанія спеціального призначення» та ін.

Для того, щоб така спеціально створена компанія була визнана як емітент цінних паперів на фондовому ринку, вона повинна бути структурована таким чином, щоб бути захищеною від банкрутства оригінатора, а також власного банкрутства (у т.ч. добровільного). Світовою практикою сек'юрїтизації вироблені основні вимоги до правового статусу SPV, дотримання яких забезпечує максимальну захищеність інтересів інвесторів в частині запобігання їх ризиків, пов'язаних з придбанням цінних паперів, забезпечених сек'юрїтизованими активами.

Дослідження наукової літератури [26; 130; 132; 192; 202; 218; 224; 250; 292] дозволило виявити основні характеристики спеціально створеної компанії в операціях сек'юрїтизації активів, здійснюваних за кордоном. Зокрема, мінімізації ризику банкрутства SPV сприяють наступні основні вимоги:

1) *незалежність SPV від оригінатора*. SPV створюється відокремлено, економічно та юридично незалежно від оригінатора, щоб не допустити її включення в консолідовану групу первинного власника пулу активів та уникнути можливих наслідків його неплатоспроможності.

У випадку несприятливої події (наприклад, дефолту) з первісним власником активу (оригіратором) переданий SPV актив не може бути повернутий у конкурсну масу оригінатора і використаний для задоволення вимог кредиторів до нього. До таких дефолтів відносять:

- ліквідація та / або банкрутство оригінатора, включаючи добровільну ліквідацію;

- невиконання грошових зобов'язань з урахуванням періоду, а також наданої відстрочки;

- неоголошене невиконання зобов'язань;

- скорочення терміну платежу за зобов'язаннями як санкція за несплату в строк відсотків або частини суми основного боргу;

- відмова від платежу/оголошення мораторію;

- реструктуризація (зміна) зобов'язань [268].

При банкрутстві оригінатора обслуговування кредитного портфеля не припиняється, а в разі дефолту частини портфеля перші ризики приймає на себе молодший транш.

З цього приводу Д.А. Лопатіна зауважує, що досить часто частки в статутному капіталі SPV входять до трастового фонду або належать номінальним акціонерам, а управляє SPV незалежна керуюча компанія. SPV також може створюватися у вигляді фонду. У цьому випадку вона не є юридичною особою, нею керує і її юридично представляє керуюча компанія [130, с. 1293].

2) *захищеність SPV від банкрутства*. При конструюванні SPV необхідно забезпечити неможливість її добровільного банкрутства та ліквідації, а також не допустити злиття з іншим підприємством або інших форм реорганізації. При цьому, як наголошує А. Селівановський [202, с. 31], інвестори та оригінатор повинні приймати на себе зобов'язання не звертатися до суду з вимогою про ліквідацію SPV або про порушення щодо неї процедури примусового банкрутства;

3) *обмеженість SPV у здійсненні різних видів діяльності («спеціальна правоздатність»)*. Головна мета SPV – придбання пулу активів у оригінатора та емісія цінних паперів, забезпечених цим пулом активів, тому організаційна структура SPV повинна обмежуватися здійсненням чітко визначених видів діяльності (через установчі документи, оскільки вимоги вітчизняного законодавства до створення таких компаній відсутні). Зокрема, SPV не може випускати будь-які додаткові боргові інструменти, брати участь в об'єднанні компаній та здійснювати інші операції, щоб запобігти виникненню будь-яких її зобов'язань, окрім заздалегідь обумовлених (податок на емісію, платежі за послуги бухгалтерської, керуючої та обслуговуючої компаній тощо). Крім того, спеціально створена компанія не повинна наймати співробітників, окрім тих, які безпосередньо необхідні для здійснення угоди сек'юритизації. Така заборона обумовлена тим, що відповідно до законодавства в першу чергу задовольняються вимоги з оплати праці, а лише потім – вимоги інвесторів. У зв'язку з цим, О. Мазур [132] наголошує на необхідності здійснити передачу повноважень одноосібного виконавчого органу керуючій компанії, а ведення бухгалтерського обліку – спеціалізованій організації.

Концепція «спеціальної правоздатності» SPV насамперед дозволяє обмежити число її потенційних кредиторів та надати інвесторам гарантії першочергового задоволення вимог за сек'юритизаційними цінними паперами. Крім того, завдяки передачі значного обсягу функцій іншим суб'єктам, а також відсутності як такої самостійної господарської діяльності, SPV не потребує значного власного капіталу. Саме тому, SPV здебільшого мають мінімальний власний капітал та функціонують як неприбуткові організації для мінімізації оподаткування.

У світовій практиці як SPV використовуються два інструменти юридичного відокремлення пулу активів: юридична особа (далі – SPV-компанія) або відокремлений майновий комплекс, який не є юридичною особою. Слід враховувати що, серед юридичних осіб для сек'юритизації активів підходять не всі види юридичних осіб, а лише ті, які мають право і найкращим чином придатні для емісії цінних паперів (наприклад, в Україні в ролі SPV можуть виступати товариства з обмеженою відповідальністю, акціонерні товариства). Якщо ж це відокремлений майновий комплекс, то SPV може функціонувати у вигляді інвестиційного фонду (далі – SPV-фонд). Нерідко SPV є офшорною компанією. Вибір організаційної структури такої компанії та юрисдикції її розміщення визначається податковими та правовими умовами.

Зокрема, правова форма організації SPV залежить від законодавства конкретної країни та може бути корпорацією (у Великобританії, Ірландії, Італії, Німеччині, Нідерландах), фондом (у Франції, Бельгії, Іспанії) чи трастом (у США) [224, с. 55].

Вітчизняне законодавство щодо питань реалізації механізму сек'юритизації активів знаходиться на стадії зародження. Так, прийнятий Закон України «Про іпотечні облігації» [83] регламентує сек'юритизацію лише іпотечних позик. Зокрема, вказаним законом частково врегульовані окремі аспекти функціонування SPV у якості спеціалізованої іпотечної установи, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів та випуск

структурованих іпотечних облігацій. Тобто сек'юритизація інших активів, відмінних від іпотечних, залишається поза увагою вітчизняного законодавства, проте і не забороняється ним. Тому для структурування угод сек'юритизації неіпотечних активів слід керуватися загальними нормами Цивільного та Господарського кодексів, а також іншими законодавчими актами, які регулюють ринок цінних паперів, зокрема, Законом України (ЗУ) «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок», ЗУ «Про інститути спільного інвестування» та іншими нормативними актами.

Крім того, українським законодавством передбачено, що спеціальні іпотечні установи є фінансовими установами. У зв'язку з таким статусом на спеціальні іпотечні установи поширюється дія Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [84], в якому зазначено, що фінансова установа – це юридична особа, яка, відповідно до закону, надає одну чи декілька фінансових послуг та внесена до відповідного реєстру у порядку, передбаченому законом. При цьому, даний закон, як і інші нормативні акти України, не передбачає здійснення діяльності фінансовою установою без штату співробітників і передачу повноважень органу управління іншій особі, що значно ускладнює виконання концепції «спеціальної правоздатності» SPV. Хоча, ст. 8 Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність» [80] передбачає ведення бухгалтерського обліку на договірних умовах, тому частково можна вирішити цю проблему шляхом передачі ведення бухгалтерського обліку іншій особі.

Новак О.С. [150, 151] у своїх дослідженнях на основі аналізу закордонних моделей проведення сек'юритизації активів та можливостей їх адаптації до вітчизняних умов, а також враховуючи особливості функціонування інвестиційних фондів в Україні, доводить, що найбільш прийнятною є модель сек'юритизації активів на основі інвестиційних фондів, оскільки вона має ряд переваг у порівнянні з іншими: реалізація такої моделі не потребує розробку спеціального законодавства, яке б регулювало діяльність SPV, розвинутої інфраструктури ринку сек'юритизації, потребує менше витрат на організацію та проведення операції (Додаток Н). Відповідно, роль SPV може виконувати пайовий недиверсифікований інвестиційний фонд закритого типу, тобто венчурний фонд.

Згідно, Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування [177] до складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання. Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами відступлення права вимоги, позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством.

Дуже важливу роль в процесі сек'юритизації активів відіграють незалежні міжнародні рейтингові агентства<sup>10</sup>, які здійснюють оцінку якості та надійності пулу активів та надають відповідний рейтинг випущеним цінним паперам. Такі рейтинги є основою для прийняття інвестиційних рішень про доцільність, можливі ризики і

---

<sup>10</sup> Найбільш авторитетними рейтинговими агентствами є компанії Standard & Poor's, Moody's Investors Service та Fitch

очікувану прибутковість цінних паперів. Тому інвестори використовують присвоєні агентствами рейтинги для визначення мінімального доходу, який вони очікують отримати від капіталовкладення у сек'юритизовані активи.

Присвоєння кредитних рейтингів цінних паперах, випущених в результаті сек'юритизації активів, багато в чому визначає успішність випуску і розміщення цінних паперів (тобто впливає на вартість і терміни запозичення). При цьому важливо відзначити, що кредитний рейтинг випуску не повинен бути нижче інвестиційного рівня (рівня BBB за методикою Standart and Poors і рівня Ваа за методикою Moody's), оскільки великі інституціональні інвестори консервативні у своїх стратегіях і на законодавчому рівні не можуть формувати свої портфелі з цінних паперів з рейтингами нижче інвестиційного рівня [251]. Тому, як правило, кредитний рейтинг сек'юритизованих активів вищий, ніж рейтинг самого ініціатора сек'юритизації, що безпосередньо впливає на дохідність цінних паперів.

З огляду на зазначене, оригінатор, визначивши заздалегідь бажану вартість запозичення, разом рейтинговими агентствами конструюють угоду таким чином, щоб досягти бажаного рівня рейтингу. Для цього рейтингові агентства консультують оригінаторів відносно структурування майбутньої угоди, термінів, очікуваних ставок доходності, механізмів кредитної підтримки та інших істотних умов угоди щодо сек'юритизації активів. Зокрема, за участі рейтингового агентства розробляються заходи підвищення надійності цінних паперів (credit enhancements) (шляхом надання додаткового забезпечення, наприклад, гарантій на випадок невиконання боржниками зобов'язань або відкриття кредитних ліній, що підвищують ліквідність), що дозволяє поліпшити кредитну якість активів, стабілізувати створюваний ними потік платежів і таким чином зробити цінні папери привабливішими для інвесторів.

Залежно від типу рейтинги можуть поділятися на: інвестиційні (ризик непогашення мінімальний), спекулятивні (можливий ризик непогашення при несприятливих економічних умовах) та найнижчий, що має назву «сміття» (облігації такого рейтингу в більшості випадків за неплатоспроможності погашенні не будуть). Термін випуску також має значний вплив при визначенні рейтингу, оскільки облігації також можуть випускатися як на довгостроковий термін, так і на короткостроковий (Додаток П).

Шаповал А.В. зазначає, що стандартна схема присвоєння рейтингу виглядає наступним чином: рейтингові агентства визначають суму, достатню для покриття збитків по цінних паперах, випущених у результаті сек'юритизації активів, як добуток частоти обертання стягнень на розмір збитків. Частота обертання стягнення відображає частку боргів у пулі, зобов'язання за якими не будуть виконані (або будуть виконані неналежним чином) протягом терміну угоди. Показник розміру збитків описує розмір очікуваних втрат, які можуть бути понесені під час реалізації сек'юритизаційної угоди, при обертанні стягнення у разі дефолту [251].

Рейтинговий процес проводиться у декілька етапів і може тривати 2-3 місяці:

1) вивченням фінансового стану та інших істотних характеристик оригінатора та SPV;

2) оцінка якості активів, призначених для сек'юритизації, на відповідність заздалегідь обумовленим стандартам;

3) вивченням структури угоди сек'юритизації (у т.ч. способу траншування цінних паперів) та аналіз забезпечень і додаткових гарантій;

4) розрахунок ймовірності збитків для кожного з класу цінних паперів та визначення загального рівня витрат, необхідних для компенсації можливих збитків;

5) присвоєння рейтингів цінним паперам.

Важливо зазначити, що у багатьох випадках рейтинг випуску цінних паперів, забезпечених активами, є навіть вищим, ніж суверенний рейтинг країни застосування механізму сек'юритизації.

На IV етапі процесу сек'юритизації активів відбувається безпосередній випуск цінних паперів, забезпечених активами, для чого спочатку здійснюється розміщення оголошення щодо емісії цінних паперів, потім організовується зустріч з потенційними інвесторами з наступним підписанням угоди з інвесторами. За умов класичної позабалансової сек'юритизації емісію таких цінних паперів проводить SPV, а за умов використання схем балансової сек'юритизації без створення SPV – сам оригінатор.

На етапі випуску та розміщення цінних паперів співпрацює досить велика кількість учасників: емітент цінних паперів, рейтингова компанія, андеррайтер (організатор випуску цінних паперів, який виконує функції з їх розміщення), страхова компанія (виступає гарантом для інвестора), юридична та аудиторська організації та інші. Зрозуміло, що взаємодія всіх учасників відбувається на певних умовах з певним розміром винагороди кожному та на основі підписання відповідних угод.

Після розміщення цінних паперів на фондовому ринку кошти від їх реалізації надходять оригінатору. А грошові потоки, що з часом генеруються активами, якими володіє SPV, використовуються для здійснення виплат інвесторам по випущених цінних паперах, забезпечених зазначеними активами.

Дуже важливим питанням при сек'юритизації активів є організація збору платежів за переданими SPV грошовими вимогам, яке починається з дня, наступного за днем їх продажу, і здійснюється протягом всього терміну життя активів, що знаходяться в забезпеченні емітованих цінних паперів. Як правило, такі функції здійснює або сам оригінатор, або спеціальна обслуговуюча компанія (Servicer), або SPV. Процес обслуговування прав грошової вимоги (дебіторської заборгованості) регламентується договором надання послуг з обслуговування активів (Servicing Agreement), в якому визначаються конкретні функції сервісера. Зокрема, в обов'язки сервісера, як правило, входить звітування перед інвесторами щодо стану сек'юритизованих активів (у т.ч. повернуті суми, дефолти, затримки тощо).

Слід зауважити, що результати сек'юритизації активів у значній мірі залежать від якості роботи обслуговуючого агента: грамотні і своєчасні дії відносно позичальників, які допустили заборгованість, можуть повернути погашення боргу за початковим графіком або, у разі забезпеченого кредиту, зменшити втрати при дефолті та зверненні стягнення по заставі. І навпаки,

неправильні або несвоєчасні дії обслуговуючого агента здатні збільшити рівень дефолтів і втрат від них. Загалом, функції контролю за здійсненням операцій сек'юритизації активів повинні виконувати усі учасники даного процесу в межах своїх повноважень, що безпосередньо впливає на належну організацію даного процесу та його ефективність.

Отже, процес сек'юритизації активів є дуже складним в частині його організації та здійснення, що зумовлено великою кількістю учасників і тривалістю процесу (як правило, близько року), який, в свою чергу, визначається безліччю технічних деталей та великою кількістю різноманітних операцій, здійснюваних учасниками сек'юритизації від моменту виникнення потреби у додатковому фінансуванні до моменту погашення цінних паперів, забезпечених правами грошової вимоги.

Враховуючи специфіку реалізації основних моделей сек'юритизації активів (балансової та позабалансової), нерозвиненість вітчизняного фондового ринку, а також відсутність відповідного законодавчого підґрунтя, вважаємо, що найбільш повно всі переваги сек'юритизації для українських суб'єктів господарювання (як фінансового, так і реального сектору) реалізуються у її класичній схемі, яка має позабалансовий характер фінансування та дозволяє максимально відокремити згенерований пул активів від ризиків, пов'язаних з діяльністю компанії-ініціатора сек'юритизації.

Охарактеризований вище порядок застосування механізму сек'юритизації активів, дозволив ідентифікувати основні господарські операції, які підлягають обліковому відображенню в процесі класичної сек'юритизації активів, а також відповідні об'єкти бухгалтерського обліку: формування (відособлення від іншого майна оригінатора) пулу активів (прав грошової вимоги), що призначені для сек'юритизації; створення SPV; реалізація (відступлення) сформованого пулу активів SPV; емісія цінних паперів під забезпечення прав грошової вимоги; розміщення емітованих SPV цінних паперів серед інвесторів; погашення цінних паперів, емітованих SPV (погашення заборгованості перед інвесторами); використання різноманітних послуг учасників сек'юритизаційної угоди (рейтингових агентств, страховиків, андеррайтера, юристів, аудиторів, керуючої компанії, суб'єктів з ведення бухгалтерського обліку та ін.) (рис. 1.11).

З огляду на зазначене, основними об'єктами бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів у частині майна виступає – пул активів, що сек'юритизуються, а в частині джерел його формування – цінні папери, забезпечені такими активами.

Особливості механізму сек'юритизації активів значно ускладнюють процес організації та ведення бухгалтерського обліку, зокрема, найбільш проблемним і нерегульованим є питання відображення таких операцій в системі бухгалтерського обліку ініціатора сек'юритизації та спеціально створеного фінансового посередника (SPV), що насамперед спричинене відсутністю відповідного законодавчого регулювання відносин сек'юритизації.

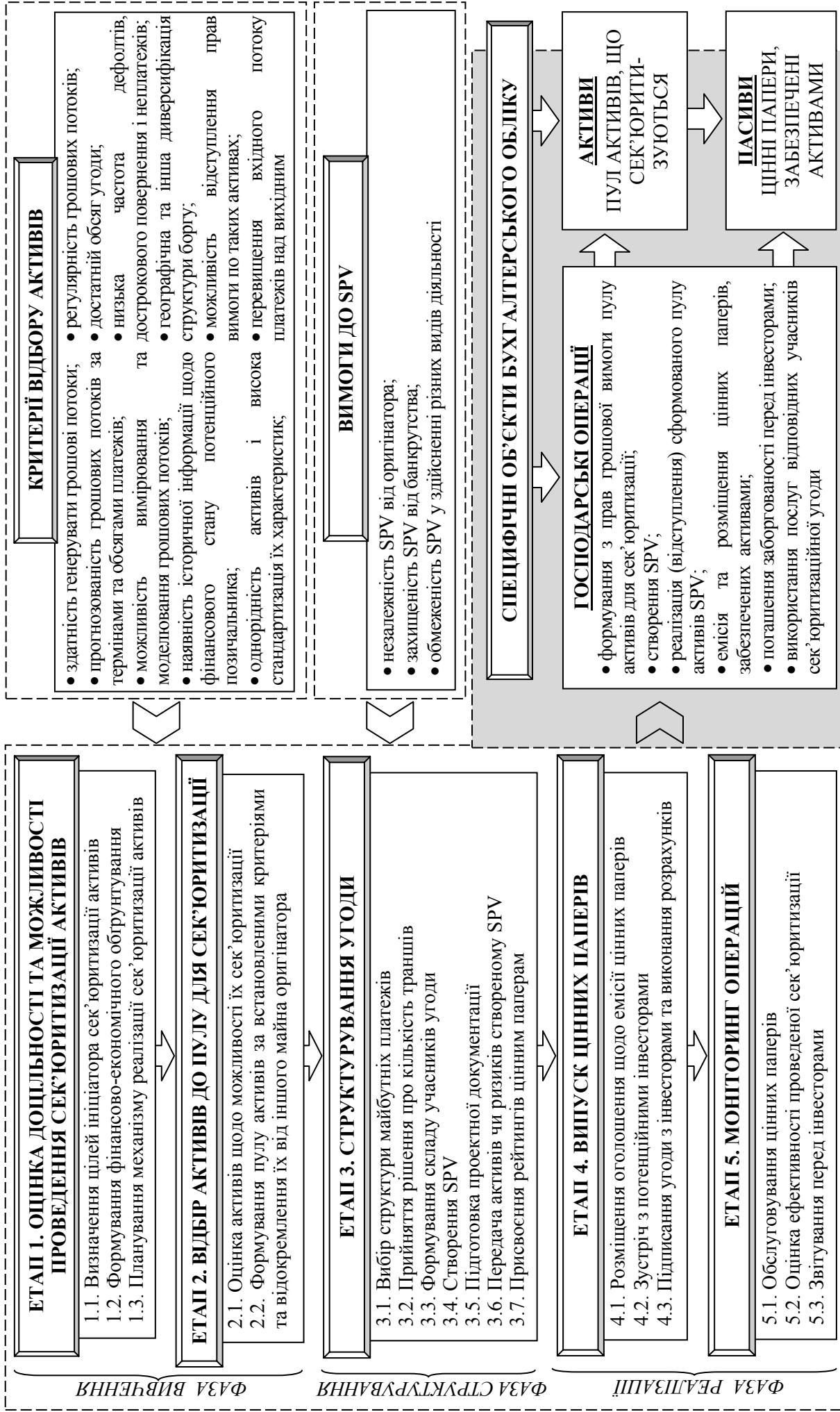


Рис. 1.11 Інформаційна модель реалізації класичного механізму сек'юритизації активів: ідентифікація об'єктів бухгалтерського обліку



Зазначене зумовлює необхідність розробки рекомендацій, спрямованих на удосконалення обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів, яке полягає у використанні системи організаційно-методичних положень (заходів) бухгалтерського обліку та сукупності прийомів і способів економічного аналізу для реєстрації, вартісного вимірювання, групування, систематизації, узагальнення та інтерпретації інформації щодо формування пулу активів, призначених для сек'юритизації, його реалізації, обслуговування, а також випуску і обслуговування цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами, з метою прийняття обґрунтованих управлінських рішень.

## Висновки до розділу 1

За результатами проведеного дослідження теоретичних аспектів обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів сформульовані наступні висновки:

1. З розвитком фінансового ринку з'являються нові інструменти і процеси, що дозволяють активізувати ринок, зміцнити фінансові можливості учасників ринку, підвищити їх ліквідність. Починаючи з другої половини ХХ століття, фінансові інститути все більшою мірою починають звертати увагу на ринок цінних паперів як джерело отримання додаткових ресурсів. Поряд з традиційними акціями та облігаціями з'являються різноманітні похідні цінні папери. Спроби банків не тільки залучити додаткові ресурси, а й підвищити ліквідність та зменшити ризик своїх операцій призвели до розвитку такої важливої фінансової інновації, як сек'юритизація.

Наявність великої кількості підходів до трактування сутності сек'юритизації вказує на складність механізму її здійснення та багатоаспектність даного поняття. Вважаємо, що в цілому сек'юритизація є одним із видів фінансування, який базується на використанні інструментів ринку цінних паперів. Відповідно, сек'юритизація активів є більш вужчим поняттям і характеризує фінансовий механізм, який передбачає відокремлення пулу однорідних активів, сформованого з прав грошової вимоги, з подальшим випуском та обслуговуванням цінних паперів, забезпечених потоком платежів, що генеруються такими активами. Тому для цілей бухгалтерського обліку під пулом активів слід розуміти сукупність дебіторської заборгованості (прав вимоги), під забезпечення якої здійснюється емісія цінних паперів.

2. Для усунення недоліків існуючих класифікацій сек'юритизації запропоновано виділити наступні критерії та відповідні види: залежно від місцезнаходження активів у процесі їх сек'юритизації (позабалансова, балансова); залежно від цілей ініціатора та способу відокремлення ризиків (класична, синтетична); за механізмом здійснення балансової сек'юритизації (синтетична, накопичувальна, бізнесу); залежно від ініціатора (фінансова (банківських установ та небанківських установ), нефінансова (капіталомістких підприємств, бюджетних установ)); за фактичною наявністю активів, що сек'юритизуються (існуючих активів та майбутніх активів); за характером активів, які виступають забезпеченням (випуск цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами (MBS), випуск колатералізованих боргових зобов'язань (CDO) та випуск цінних паперів, забезпечених активами (ABS)). Запропонована класифікація дозволяє посилити розуміння природи сек'юритизації активів та окреслити її види, які безпосередньо впливають на побудову системи бухгалтерського обліку та аналізу діяльності суб'єктів господарювання.

3. У процесі сек'юритизації активів використовується цілий ряд економічних механізмів, що охоплюють досить широке коло учасників та угод особливого роду, і створюють певний комплекс, який, у свою чергу, може значно варіювати і доповнюватися в залежності від мети та можливостей організаторів сек'юритизації. Виокремлення основних етапів процесу

сек'юритизації активів (оцінка доцільності та можливості проведення сек'юритизації активів; формування пулу активів; структурування угоди; випуск цінних паперів; моніторинг операцій) дозволило ідентифікувати основні господарські операції, які підлягають обліковому відображенню: формування (відособлення від іншого майна оригінатора) пулу активів (дебіторської заборгованості), що призначені для сек'юритизації; реалізація (відступлення) сформованого пулу активів SPV; емісія цінних паперів під забезпечення прав грошової вимоги; розміщення емітованих SPV цінних паперів серед інвесторів; погашення цінних паперів, емітованих SPV (погашення заборгованості перед інвесторами); використання різноманітних послуг відповідних професійних учасників ринку. При цьому, специфічними об'єктами бухгалтерського обліку виступають права грошової вимоги та забезпечені ними цінні папери.

## Розділ 2 ОБЛІК СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ

### 2.1. Облік операцій сек'юритизації активів з точки зору її ініціатора

З метою розвитку вітчизняної економіки і становлення конкурентоспроможного ринку капіталу необхідно, щоб компанії мали можливість залучати фінансування на вигідних умовах, а інвестори на внутрішньому ринку цінних паперів могли вкладати кошти в якісні активи. З цього приводу зарубіжна практика останніх десятирічь показує, що для залучення додаткового фінансування, підтримання рівня ліквідності, прискорення обертання фінансових ресурсів та мінімізації ризиків на фінансових ринках досить ефективним є застосування такого інноваційного фінансового інструменту як сек'юритизація активів, яка забезпечує взаємну диверсифікацію для її ініціаторів, інвесторів та країни вцілому.

Особливості механізму сек'юритизації активів, а також відсутність розробленого законодавчого підґрунтя та уніфікованої документації для оформлення операцій сек'юритизації активів, значно ускладнюють процес ведення бухгалтерського обліку як в ініціатора сек'юритизації активів, так і емітента цінних паперів, забезпечених такими активами.

При цьому, формування достовірної інформації для управління сек'юритизацією активів на всіх етапах її здійснення, починаючи з моменту прийняття рішення щодо потреби у додатковому фінансуванні до моменту погашення цінних паперів, забезпечених пулом сек'юритизованих активів, передусім залежить від повноти та оперативності системи інформаційного забезпечення, що, у свою чергу, потребує належного рівня організації та методики облікового відображення операцій сек'юритизації активів.

Організація бухгалтерського обліку на підприємстві передбачає, передусім, розробку облікової політики підприємства, що забезпечує (при ретельно обґрунтованій обліковій політиці) ефективність ведення бухгалтерського обліку. Облікова політика представляє собою “інструмент організації обліку на конкретному підприємстві, який включає сукупність способів і процедур ведення обліку, що використовується з метою підготовки, складання та подання фінансової звітності” [156, с. 49].

Безруких П.С. вважає, що облікова політика представляє собою вибір підприємством конкретних методик, форм, техніки ведення і організації бухгалтерського обліку, виходячи з встановлених правил і особливостей діяльності (організаційних, технологічних, чисельності і кваліфікації облікових кадрів, рівня технічного оснащення бухгалтерії) [24, с. 438]. Такої ж думки дотримується й М.І. Кутер [121, с. 543].

Бутинець Ф.Ф., Войналович О.П., Томашевська І.Л. зазначають, що облікова політика – це не просто сукупність способів ведення обліку, обраних відповідно до умов господарювання, а й вибір методики обліку, яка дає змогу використовувати різні варіанти відображення фактів господарського життя. В широкому розумінні її можна визначити як управління обліком, а у вузькому – як сукупність способів ведення обліку (вибір підприємством конкретних методик ведення обліку) [22, с. 51].

Загалом, не дивлячись на те, що напрями використання положень облікової політики підприємства у різних авторів виділяються різні, все ж таки важливість розробки облікової політики підкреслюється всіма дослідниками. Всі науковці наголошують на ефективності її застосування на підприємстві.

Повністю розділяємо думку проф. О.М. Петрука стосовно того, що в обліковій політиці повинні відображатись лише ті положення бухгалтерського обліку, які мають різні варіанти застосування. Загальні положення, однакові для всіх підприємств, не слід включати в облікову політику. При її формуванні розглядаються тільки ті питання, вирішення яких відповідно до нормативних документів може відрізнятись від прийнятих на інших підприємствах. Відповідальність за прийняття рішень щодо даних питань покладена на власника підприємства, тому до формування облікової політики необхідно підходити виважено та відповідально [167, с. 16].

Для того, щоб розроблена облікова політика була ефективною, процесу її затвердження має передувати аналіз досягнутого фінансового стану підприємства; формулювання його основних тактичних цілей; аналіз запланованих законодавчих змін; виявлення основних проблемних питань у бухгалтерському обліку, пов'язаних з неврегульованістю законодавства за окремими питаннями, зокрема, щодо використання механізму сек'юритизації активів.

До найбільш важливих факторів, що впливають на формування облікової політики, на думку М.В. Кужельного та В.Г. Лінника, належать: форма власності та організаційно-правова структура підприємства; галузеві особливості, які й визначають вид діяльності та зумовлюють технологічно-організаційні умови роботи; обсяг діяльності, кількість працівників, номенклатура продукції та ін.; відносини з податковою системою, наявність пільг та умови їх одержання; матеріальна база та рівень забезпечення кваліфікованими обліковими працівниками; система та умови матеріальної зацікавленості, відповідальності [118, с. 13]. Балдінова А.І., Дементій Т.Н., Завідова Є.І. вважають, що в обліковій політиці підприємства відображається порядок ведення обліку з врахуванням таких факторів, як галузь, форма власності, вид діяльності, використання комп'ютерної техніки, програмно-методичне забезпечення, рівень бухгалтерських кадрів тощо [23, с. 26]. Вочевидь, що лише системний аналіз всіх факторів буде сприяти обґрунтованій розробці і оптимізації облікової політики підприємства.

З огляду на зазначені підходи та, враховуючи специфіку механізму сек'юритизації активів, нами виділено як внутрішні, так і зовнішні фактори, які мають визначальний вплив на формування облікової політики оригінатора в частині операцій сек'юритизації активів. Зокрема, до зовнішніх факторів слід віднести наступне: процеси глобалізації; рівень розвитку фондового ринку; розвиток інфляційних процесів; механізм державного регулювання фінансового ринку, у т.ч. відсутність розробленого законодавчого підґрунтя; кон'юнктуру фінансового ринку. Зазначені фактори здійснюють вплив на організацію бухгалтерського обліку в цілому та операції сек'юритизації активів зокрема.

До основних внутрішніх факторів, які безпосередньо впливають на порядок організації бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів відносяться: організаційно-правова форма; організаційна структура; вид діяльності; договірна політика (наприклад, регулювання питання можливості відступлення права вимоги в укладених з боржниками договорах); вид та обсяги дебіторської заборгованості; потреба у додатковому фінансуванні, хеджуванні ризиків та покращенні ліквідності активів; маркетингова політика; рівень кваліфікації працівників; рівень обробки інформації; система внутрішнього контролю; обрана система оподаткування; цінова політика.

Так, для можливості відбору активів, придатних до сек'юритизації, деталізація аналітичних розрізів обліку дебіторської заборгованості повинна здійснюватися з урахуванням найменування боржника; виду (довгострокова чи поточна) та предмету заборгованості; терміну та способу погашення боргу; величини відсоткової ставки; виду забезпечення (застави); географічного розподілу боржників; суми та термінів прострочення платежів тощо.

При цьому, для формування та відокремлення пулу активів, що сек'юритизуються, необхідно, по-перше, визначити та затвердити критерії відбору активів, а, по-друге, передбачити окремий рахунок для акумулювання інформації щодо активів, призначених для сек'юритизації. Крім того, для аналізу якості сформованого пулу активів та можливості його оптимізації, необхідно встановити параметри такого пулу активів (затвердити в обліковій політиці параметри «еталонного» пулу активів, що сек'юритизуються).

Також слід враховувати, що обсяги господарської діяльності визначають середньоспискову чисельність працюючих, кількість структурних підрозділів. Організаційна структура впливає на взаємозв'язок облікових працівників з працівниками інших структурних підрозділів підприємства, а також визначає структуру облікового апарату і розподіл обов'язків між працівниками, відповідальними за окремі ділянки обліку, у т.ч. операцій сек'юритизації активів.

Наявність комп'ютерної техніки, програмно-методичного та інформаційного забезпечення підприємства впливає на механізм документообігу на підприємстві, порядок обробки облікової інформації, оперативність складання внутрішніх звітів та можливість підвищення аналітичності бухгалтерського обліку. При цьому слід зважати на забезпечення належного режиму інформаційної безпеки.

Принципи та норми, встановлені законодавством, також мають безпосередній вплив на порядок організації бухгалтерського обліку, оскільки окремі елементи облікової політики щодо певних об'єктів обліку (наприклад, визнання, оцінка та класифікація дебіторської заборгованості, метод нарахування резерву сумнівних боргів тощо) закріплюються в положеннях (стандартах) бухгалтерського обліку, Податковому кодексі України та інших нормативно-правових актах.

Крім того, зміст та напрями облікової політики підприємства мають бути такими, щоб можна було отримати оптимальні фінансові результати, підтримувати ліквідність підприємства, внаслідок чого підприємство стане привабливим для інвесторів [232, с. 15].

Таким чином, перед тим, як приступити до формування облікової політики оригінатора в частині операцій сек'юритизації активів, слід уважно проаналізувати усі параметри, врахувати значну кількість факторів. Лише системний аналіз усієї сукупності факторів допоможе сформувати оптимальний варіант облікової політики з урахуванням особливостей функціонування оригінатора та специфіки механізму сек'юритизації активів.

Загалом, облікова політика оригінатора в частині регулювання бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів повинна формуватися з трьох компонентів: організаційної, технічної і методичної складових (рис. 2.1).

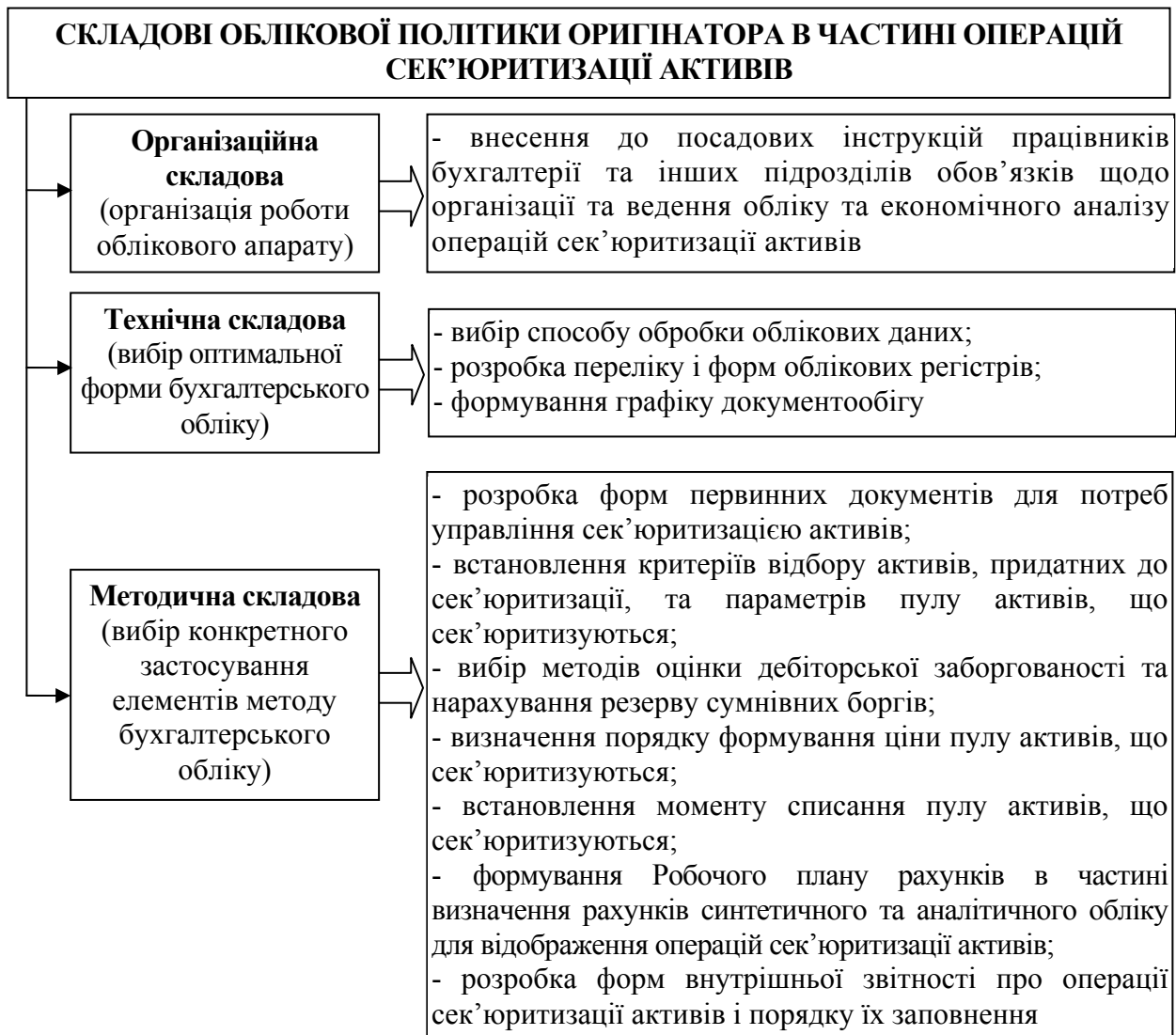


Рис. 2.1 Запропоновані елементи облікової політики оригінатора за операціями сек'юритизації активів

Облікова політика, сформована з врахуванням зазначених пропозицій в частині операцій сек'юритизації активів дозволяє забезпечити потреби управлінського персоналу в інформації для поточного та стратегічного планування.

Зокрема, операції сек'юритизації активів будуть більш якісніше та достовірніше відображені на рахунках бухгалтерського обліку за рахунок впорядкування документообігу оригінатора.

Одержання повної та оперативної інформації щодо операцій сек'юритизації активів для прийняття оригінатором обґрунтованих управлінських рішень в частині доцільності та можливості використання механізму сек'юритизації активів забезпечить впровадження внутрішньої документації та звітності у відповідних розрізах.

Робочий план рахунків оригінатора щодо операцій сек'юритизації активів повинен передбачати максимально можливі аналітичні розрізи для детального аналізу якості наявних прав грошової вимоги (дебіторської заборгованості) та комплексної оцінки фінансового стану ініціатора сек'юритизації.

Важливим елементом облікової політики є порядок формування реалізаційної ціни пулу активів, призначених для сек'юритизації, оскільки від неї залежить вартість фінансування оригінатора за рахунок використання механізму сек'юритизації активів. Відповідно, окрім величини дебіторської заборгованості, яка входить до пулу активів, призначеного для продажу, необхідно врахувати також всі можливі (фактичні і потенційні) витрати оригінатора на планування та структурування сек'юритизаційної угоди.

Крім того, розробка облікової політики оригінатора в частині операцій сек'юритизації активів повинна враховувати інформаційні запити користувачів щодо внутрішньої звітності. Зокрема, до таких запитів можна віднести: чи придатні до сек'юритизації активи, якими володіє ініціатор і чи достатній їх обсяг; чи в змозі оригінатор, з урахуванням його управлінського потенціалу та технічних ресурсів, виконувати зобов'язання щодо обслуговування активів, інформування контрагентів, а також супроводжувати операцію до її завершення без сторонньої допомоги; вплив сек'юритизації активів на фінансово-майнові показники діяльності оригінатора; рівень понесених та потенційних витрат на структурування такої угоди; ефективність та доцільність використання сек'юритизації активів як альтернативного механізму фінансування та ін.

Таким чином, внутрішня звітність оригінатора в частині операцій сек'юритизації активів повинна передбачити показники, які дозволять сформулювати фінансово-економічне обґрунтування необхідності та можливості застосування сек'юритизації активів, а також оцінити її ефективність.

Розроблені форми первинної документації, облікових реєстрів та внутрішньої звітності затверджуються керівником підприємства та включаються як додаток до Положення про облікову політику підприємства.

Зокрема, для забезпечення планування сек'юритизації активів та оцінки її можливості і доцільності розроблено форми внутрішніх облікових реєстрів (Реєстр дебіторів (прав грошової вимоги) за укладеними договорами (ДЗ-1); Відомість обліку виникнення та погашення дебіторської заборгованості за договорами (ДЗ-2)) (табл. 2.1) та внутрішньої звітності (Звіт про структуру дебіторської заборгованості за укладеними договорами (ЗВДЗ-1); Звіт про стан здійснення платежів дебіторами за укладеними договорами (ЗВДЗ-2); Звіт про доцільність та можливість сек'юритизації активів (ЗВСА-1)), які спрямовані на задоволення інформаційних потреб експертної групи, створеної для планування та структурування угоди сек'юритизації активів (табл. 2.2).



Таблиця 2.1

**Запропоновані форми облікових відомостей**

<i>Назва документу</i>	<i>Шифр форми</i>	<i>Характеристика</i>
Реєстр дебіторів (прав грошової вимоги) за укладеними договорами (Додаток Р, Зразок Р 1)	ДЗ-1	Містить інформацію щодо наявної на підприємстві дебіторської заборгованості відповідно до укладених договорів, за якими виникає право грошової вимоги, в наступних розрізах: найменування боржника та його місцезнаходження; дата укладання договору; термін дії договору; предмет договору; сума боргу (погашена та непогашена); сума та спосіб погашення відсотків; вид забезпечення (застави); можливість дострокового погашення боргу; можливості відступлення права вимоги за укладеним договором; наявність історичних даних (за останні 3-5 років) про фінансово-майновий стан боржників
Відомість обліку виникнення та погашення дебіторської заборгованості за договорами (Додаток Р, Зразок Р 2)	ДЗ-2	Акумулює інформацію щодо обсягу наявної дебіторської заборгованості за договорами та стан її погашення у розрізі основної суми боргу та нарахованих відсотків, у т.ч. обсяги дострокового погашення, прострочення платежів за періодами (до 90 днів; 91-120 днів; 121-180 днів; 181-365 днів; більше 365 днів)

Зазначені облікові реєстри є основою для складання внутрішніх звітів, призначених для оцінки наявних договорів в частині можливості сек'юритизації прав грошової вимоги, що виникають за такими договорами, а також служать підставою для формування пулу активів, що сек'юритизуються.

Таблиця 2.2

**Запропоновані форми внутрішньої звітності**

<i>Назва звіту</i>	<i>Шифр форми</i>	<i>Характеристика</i>
Звіт про структуру дебіторської заборгованості за укладеними договорами (Додаток Т, Зразок Т 1)	ЗВДЗ-1, кварталний	Містять інформацію за відповідний звітний період щодо обсягів дебіторської заборгованості за укладеними договорами; її структури за терміном погашення, географічною ознакою, встановленою відсотковою ставкою; виду та величини застави
Звіт про стан здійснення платежів дебіторами за укладеними договорами (Додаток Т, Зразок Т 2)	ЗВДЗ-2, місячний	Містять узагальнену за відповідний звітний період інформацію щодо обсягів дебіторської заборгованості за укладеними договорами; суми погашеного і непогашеного основного боргу та відсотків; величини дострокових платежів; величини та термінів прострочення платежів за періодами

Зазначені форми внутрішньої звітності є інформаційною основою для оцінки активів щодо їх придатності до сек'юритизації у процесі формування експертною групою фінансово-економічного обґрунтування необхідності та можливості застосування механізму сек'юритизації активів. При цьому,

пропонуємо зазначене фінансово-економічного обґрунтування подавати у вигляді Звіту про доцільність та можливість сек'юритизації активів (ЗВСА-1), який повинен обов'язково містити наступні розділи: мета проведення сек'юритизація активів; альтернативні варіанти досягнення встановлених цілей; інтереси потенційних інвесторів (дослідження фондового ринку); комплексна перевірка економічного потенціалу оригінатора (due diligence); вплив сек'юритизації на фінансово-майнові показники діяльності; оцінка активів щодо можливості їх сек'юритизації; ризики, пов'язані з використанням сек'юритизації активів.

Після прийняття оригінатором позитивного рішення щодо доцільності застосування механізму сек'юритизації активів здійснюється формування, оцінка та оптимізація пулу активів для сек'юритизації. Тому важливим етапом є визначення основних характеристик активів, придатних до сек'юритизації, що дозволяє розробити систему критеріїв їх відбору до пулу. При цьому, слід враховувати, що дотримання обґрунтованих і чітких критеріїв при відборі активів до пулу дозволить створити певний захист від кредитних і платіжних ризиків, а також забезпечити контроль над витратами на обслуговування сек'юритизації в майбутньому.

Враховуючи окреслені в п. 1.3 вимоги, які висувуються до активів для можливості їх сек'юритизації, нами запропоновано набір критеріїв відбору до пулу активів, які будуть використані в якості забезпечення випущених в майбутньому цінних паперів, а також параметри, за якими необхідно здійснювати оцінку сформованого пулу активів для визначення його якості та необхідності оптимізації (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

### Запропоновані критерії відбору активів до пулу та його параметри

<i>Характеристика</i>	<i>Пропозиції</i>
Критеріїв відбору активів до пулу для можливості їх сек'юритизації	Валюта активу, що сек'юритизується (боргу); мінімальний розмір активу (боргу); мінімальна відсоткова ставка; розмір непогашеного залишку основного боргу; максимальний термін затримки платежів; кількість отриманих платежів; кількість платежів, що лишилась до виплати; строк до погашення боргу; «вік» боргу; наявність застави; можливість дострокового погашення; можливість відступлення права вимоги
Параметри пулу активів, що сек'юритизуються	Мінімальна кількість активів у пулі; мінімальний розмір пулу активів, що сек'юритизуються; середньозважена відсоткова ставка по пулу активів; середньозважений вік пулу; середньозважений рівень LTV (відношення розміру боргу до вартості забезпечення (об'єкта застави)); середньозважений термін погашення активів, що сек'юритизуються; середньозважений рівень дострокового погашення; рівень географічної концентрації; середньозважений рівень надлишкового спреду

Значення за запропонованими критеріями відбору активів та параметрами пулу встановлюються оригінатором (у кожному окремому випадку індивідуально) залежно від поставлених цілей, обраного механізму та предмету сек'юритизації, а також очікуваного обсягу фінансування. При цьому, вважаємо, що такі значення повинні бути затвердженні в Положенні про облікову політику оригінатора.

Формування пулу активів, що сек'юритизуються, за встановленими раніше критеріями повинно здійснюватися на окремому рахунку бухгалтерського обліку, що зумовлено однією з основних вимог використання механізму сек'юритизації активів – необхідністю відокремлення таких активів від іншого майна компанії-оригінатора. Проте, в діючому Плані рахунків бухгалтерського обліку відсутній рахунок, призначений для акумулювання інформації щодо формування пулу активів, призначених для сек'юритизації. З огляду на зазначене, запропоновано рахунок 32 «Пул активів, що сек'юритизуються», призначений для обліку процесу формування пулу активів з придатної для сек'юритизації дебіторської заборгованості в оригінатора, реалізації оригінатором відібраних активів SPV та погашення дебіторської заборгованості SPV, включеної до пулу сек'юритизованих активів. Аналітичний облік здійснюється відповідно до структури сформованого пулу активів, зокрема, за дебіторами, термінами погашення, відсотковою ставкою, видами застави тощо. Вочевидь, що запропонований рахунок, призначений для обліку пулу активів, що сек'юритизуються, як в оригінатора, так і SPV.

Таким чином, в бухгалтерському обліку включення активів до пулу для їх сек'юритизації відобразатиметься за дебетом рахунку 32 «Пул активів, що сек'юритизуються» та кредитом рахунків, які акумулюють інформацію щодо прав грошової вимоги за укладеними договорами, тобто відібраної дебіторської заборгованості: 18 «Довгострокова дебіторська заборгованість та інші необоротні активи»; 36 «Розрахунки з покупцями та замовниками»; 37 «Розрахунки з різними дебіторами».

Якщо сформований пул не відповідає затвердженим параметрам, то критерії відбору активів можуть переглядатися. Відповідно, для можливості прийняття управлінських рішень щодо необхідності та напрямів оптимізації сформованого пулу активів визначальним є аналіз якості таких активів, що, у свою чергу, потребує відповідного інформаційного джерела, основою якого виступають дані бухгалтерського обліку. Тому з метою удосконалення інформаційного забезпечення оцінки якості відібраних для сек'юритизації активів доцільно розробити та використовувати форми внутрішніх звітів: ф. № ЗВСА-2 «Звіт про якість активів, відібраних для сек'юритизації» (містить інформацію у розрізі окремого активу (дебітора) щодо суми заборгованості, дати виникнення та погашення заборгованості, предмету заборгованості, відсоткової ставки, застави, розміру погашеного та непогашеного основного боргу, кількості отриманих відсоткових платежів та кількості, що лишилась до виплати, суми дострокового погашення, прострочення платежів (сума та період), а також узагальнюючі показники щодо пулу активів в цілому, зокрема, величини пулу, середньозваженої ставки відсотку тощо); ф. № ЗВСА-3 «Звіт про галузеву та регіональну структуру пулу активів» (передбачає розрахунок питомої ваги за кожним боржником сформованого пулу активів у розрізі регіонів виникнення заборгованості та предмету заборгованості). Зазначені форми звітності є важливим інформаційним забезпеченням якісної оптимізації сформованого пулу активів, призначених для сек'юритизації, що сприяє диверсифікації ризиків за рахунок належної концентрації активів та, відповідно, зменшенню витрат на організацію сек'юритизаційної угоди. Форми розроблених внутрішніх звітів

повинні бути затверджені як додатки до Положення про облікову політику оригінатора.

Після того, як сформовано пул активів, придатних для сек'юритизації, на третьому етапі відбувається структурування угоди, яке передбачає вибір складу учасників угоди, у т.ч. створення SPV; визначення структури майбутніх платежів і траншування випуску цінних паперів; отримання інвестиційного рейтингу; підготовку проектної документації, а також передачу зазначеного пулу активів SPV, використовуючи схему «true sale» («дійсного продажу»).

Механізм «true sale» є одним з ключових елементів процесу класичної сек'юритизації активів, оскільки дозволяє максимально відокремити відібрані для сек'юритизації активи від усіх оперативних і господарських ризиків, пов'язаних з діяльністю оригінатора, тим самим сприяючи отриманню високого інвестиційного рейтингу для емісії цінних паперів, забезпечених активами. По суті, «дійсний продаж» зазначених активів передбачає реалізацію (відступлення) оригінатором сукупності прав вимоги (дебіторської заборгованості), які формують пул активів, що сек'юритизуються, на користь SPV.

Стаття 512 Цивільного Кодексу України (далі – ЦКУ) визначає відступлення права вимоги як один із способів заміни кредитора у зобов'язанні [11]. Зокрема, кредитор у зобов'язанні може бути замінений іншою особою внаслідок передання ним своїх прав іншій особі за правочином (відступлення права вимоги). Крім того, ст. 153 Податкового Кодексу України (далі – ПКУ) визнає під відступленням права вимоги операцію з переуступки кредитором прав вимоги боргу третьої особи новому кредитору з попередньою або наступною компенсацією вартості такого боргу кредитору або без такої компенсації [168].

Зрозуміло, що процедура відступлення оригінатором сукупності прав вимоги SPV повинна бути забезпечена відповідним договірним супроводом, що безпосередньо впливає на результати діяльності, а також організацію і методичку обліку як оригінатора, так і SPV. Тому для формування ефективної і діючої організації бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів в частині передачі SPV пулу активів, що сек'юритизуються, для подальшої емісії під їх забезпечення цінних паперів, є дуже важливим питання регламентації договірної політики.

Серед вітчизняних дослідників найбільш повно питання договірної політики висвітлено в працях К.В. Романчук, яка трактує її як “вибір підприємством умов договорів, для досягнення бажаного фінансового результату та структури активів, виходячи з положень чинного законодавства та особливостей діяльності” [188, с. 6]. Кирик Т.В. вважає, що договірна політика – це зміна умов господарських договорів з метою досягнення бажаного фінансового результату або визначеної структури активів підприємства [101, с. 131]. Натомість, Н.Н. Макарова розглядає договірну політику як можливість альтернативного вибору підприємством виду договору, контрагента угоди, умов господарських договорів для отримання матеріальних, економічних або якихось інших вигод в цілях як бухгалтерського обліку, так і оподаткування [133, с. 7].

---

<sup>11</sup> Цивільний кодекс України: Кодекс України прийнятий Верховною Радою України від 16.01.2003 р. № 435-IV. [Електронний ресурс]: / Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>

Чинним цивільним законодавством договір відступлення права вимоги (цесії) не виділено серед окремих видів цивільно-правових договорів, не визначено його істотні умови, не встановлено спеціальні вимоги до його форми. Відповідно, відступлення права вимоги не є самостійним видом договору, а має всі ознаки того чи іншого виду договору. Зокрема, відступлення права вимоги може здійснюватися як на підставі договору купівлі-продажу заборгованості, так і на підставі договору дарування, договору міни тощо. Так, згідно з ч. 3 ст. 656 ЦКУ предметом договору купівлі-продажу може бути право вимоги, якщо вимога не має особистого характеру. До договору купівлі-продажу права вимоги застосовуються положення про відступлення права вимоги, якщо інше не встановлено договором або законом.

За своєю правовою суттю до договору цесії подібний договір факторингу (фінансування під відступлення права грошової вимоги), що ґрунтується на тому, що одна сторона (фактор) передає або зобов'язується передати кошти у розпорядження другої сторони (клієнта) за плату, а клієнт зобов'язується відступити факторові своє право грошової вимоги до третьої особи (боржника) (ч. 1 ст. 1077 ЦКУ) [12]. Факторинг є різновидом цесії, але вужчим за своєю правовою суттю. Адже факторинг є відступленням виключно грошової вимоги, тоді як цесія включає відступлення товарної та грошової (нетоварної) вимоги. Також, як зазначає Ю. Ільницький, юрист газети «Все про бухгалтерський облік» [94, с. 34], послуга фактором надається за плату, тому важливо, щоб у договорі відступлення права вимоги не передбачалася плата за надану новим кредитором послугу з фінансування першого кредитора в рахунок отриманого права вимоги, оскільки укладений договір можуть визнати недійсним. Крім того, факторинг відноситься до фінансових послуг, які можуть надавати лише банки чи юридичні особи, які є фінансовими установами (ч. 3 ст. 1079 ЦКУ), тобто особи, які не є фінансовими установами, не мають права укладати договори факторингу.

Правочин, на підставі якого відбувається заміна кредитора, здійснюється в тій самій формі, що і правочин, на підставі якого виникло зобов'язання (ч. 1 ст. 513 ЦКУ). Якщо спочатку сторони уклали договір у письмовій формі, то і передача права вимоги боргу від первісного кредитора до нового кредитора відбувається на підставі письмового договору. Або якщо таке зобов'язання підлягало державній реєстрації (та/або нотаріальному засвідченню), то і договір щодо відступлення права вимоги має бути зареєстрований в такому ж порядку (та/або нотаріально засвідчений), якщо інше не встановлено законом. Зазначене свідчить про те, що новий кредитор отримує права первісного кредитора за переданими зобов'язаннями в обсязі і на умовах, які існували на момент переходу цих прав, якщо інше не встановлено договором або законом (ст. 514 ЦКУ).

Після передачі своїх прав вимоги за зобов'язаннями новому кредиторові (SPV) обов'язок боржника первісному кредитору (оригінатору) вважається виконаним, і вже новий кредитор (SPV) несе всі ризики, пов'язані з невиконанням зобов'язань боржником.

---

<sup>12</sup> Цивільний кодекс України: Кодекс України прийнятий Верховною Радою України від 16.01.2003 р. № 435-IV. [Електронний ресурс]: / Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>

Водночас положеннями ст. 516 ЦКУ передбачено, що заміна кредитора у зобов'язанні здійснюється без згоди боржника, якщо інше не встановлено договором або законом. Тому боржника слід повідомити письмово, інакше новий кредитор несе ризик настання несприятливих для нього наслідків.

Крім того, для того, щоб новий кредитор мав можливість надати боржнику необхідні докази переходу до нього прав за зобов'язаннями, згідно зі ст. 517 ЦКУ первісний кредитор повинен передати новому кредитору інформацію та необхідні документи, що засвідчують його права щодо переданих зобов'язань. Без отримання таких доказів боржник має право не виконувати своїх зобов'язань новому кредитору.

Згідно зі ст. 6 ЦКУ сторони мають право укласти договір, що не передбачений актами цивільного законодавства, але відповідає загальним засадам цивільного законодавства. Вони також мають право врегулювати у договорі, який передбачений актами цивільного законодавства, свої відносини, не врегульовані такими актами.

З огляду на зазначене вище, а також враховуючи те, що у процесі сек'юритизації активів предметом договірних відносин виступає не просто право вимоги до окремого боржника, а пул активів, сформований з сукупності прав вимоги до різних боржників, вважаємо, що між оригінатором та SPV має укладатись договір купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються.

Вказаний договір купівлі-продажу визначає, що оригінатор передає або зобов'язується передати свої майбутні або існуючі права вимоги до дебіторів, що впливають з відносин оригінатора з дебіторами, а SPV здійснює їх покупку шляхом передачі оригінатору грошових коштів (ціни придбання), отриманих від розміщення цінних паперів, забезпечених даними правами вимоги. У результаті відступлення прав вимоги до боржників за договором купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, SPV придбає право на всі надходження за правами вимоги до дебіторів для виконання вимог.

Для того, щоб договір був чинним його сторони повинні погодити усі його істотні умови. Нами визначено, що для відображення в обліку операцій сек'юритизації активів у частині відступлення прав вимоги, включених до реалізованого пулу активів, що сек'юритизуються, суттєвим є передбачення в такому договорі купівлі-продажу наступних умов: сторони договору; предмет договору (зміст вимог, з яких сформовано пул боржник, назва та реквізити документів, на підставі яких вони виникли); ціна договору; розмір та умови передачі пулу активів, що сек'юритизуються; порядок розрахунку між учасниками; види та перелік документів, що підтверджують право вимоги та мають бути передані оригінатором SPV (не зайвим буде пункт про те, що «ініціатор сек'юритизації повинен передати емітенту забезпечених цінних паперів документи, які засвідчують права, що передаються, та інформацію, яка є важливою для їх здійснення»); момент виникнення права вимоги у SPV як нового кредитора; відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов договору; порядок дій у разі настання дефолтів за сек'юритизованими активами; порядок зміни та припинення дії договору; інші умови, що вважаються суттєвими хоча б для однієї із сторін.

Також слід враховувати, що для підвищення інвестиційного рейтингу цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами, використовуються різноманітні внутрішні і зовнішні механізми захисту від ризиків, зокрема, у договорі купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, може бути прописано зобов'язання оригінатора щодо зворотного викупу дефолтних боргів або викуп молодшого траншу на баланс оригінатора.

Договором купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, повинні бути встановлені чіткі критерії до вимог, які будуть реалізовуватися оригінатором SPV, зокрема:

- права вимоги повинні впливати зі стандартних договорів, які оригінатор зазвичай використовує в своїй діяльності;

- права вимоги повинні бути дійсні (права вимоги, які є предметом договору, повинні бути визначені в договорі таким чином, щоб було можливо встановити існуючу грошову вимогу в момент укладення договору, а майбутню вимогу – не пізніше, ніж у момент її виникнення);

- у стандартній документації повинна бути встановлена заборона на залік вимог боржника проти вимог оригінатора;

- за вимогами, що передаються, не повинно бути прострочення платежів на більший термін, ніж обумовлений у договорі.

При цьому, оригінатор не несе відповідальності перед SPV за те, що отримані надходження за правами вимоги менше суми, виплаченої SPV оригінатору за придбання цих прав.

Особливу увагу в договорі купівлі-продажу пулу активів необхідно приділити моменту переходу права на пул активів, що сек'юритизуються, від оригінатора до SPV, оскільки від визначення даного моменту залежить ціна пулу активів, грошові потоки за ним та момент визнання доходів і витрат у бухгалтерському обліку (це може бути дата укладення договору купівлі-продажу або дата акту приймання-передачі документів, що підтверджують борг).

Договір купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, повинен бути укладений у письмовій формі, а опис (перелік) усіх проданих вимог та договорів, за якими вони виникають, повинні бути прикріплені як додаток до зазначеного договору купівлі-продажу. Для формування такого опису запропоновано форму Реєстру договорів, включених до пулу активів, що сек'юритизуються (ПАС-1) (Додаток С, Зразок С. 1), який повинен складатися оригінатором по мірі відбору активів до пулу і містить основну інформацію щодо договорів, вимоги за якими реалізуються в процесі сек'юритизації активів. Додатком до такого реєстру мають бути історичні дані (за останні 3-5 років) про фінансово-майновий стан кожного з боржників.

Крім того, необхідно детально прописати склад і порядок передачі документів, що підтверджують право вимоги та момент переходу прав за відступленням. У розвиток зазначеного нами запропоновано Акт приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги (ПАС-3), форма якого наведена в Додатку С Зразок С. 2, а також Акт приймання-передачі пулу

активів, що сек'юритизуються (ПАС-2) (Додаток С, Зразок С.3), який складається після підписання договору купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, та є підставою для списання реалізованого пулу активів з балансу оригінатора та його оприбуткування на баланс SPV (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

### Запропоновані форми первинних документів

<i>Назва документу</i>	<i>Шифр форми</i>	<i>Характеристика</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Реєстр договорів, включених до пулу активів, що сек'юритизуються	ПАС-1	Формується оригінатором по мірі відбору активів до пулу і містить основну інформацію щодо договорів, вимоги за якими реалізуються в процесі сек'юритизації активів (найменування боржника та його місцезнаходження; предмет договору, дата укладання, термін дії, сума боргу (погашена та непогашена); сума та спосіб погашення відсотків; вид забезпечення (застави))
Акт приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються	ПАС-2	Містить інформацію щодо розміру пулу, кількості активів пулу (вимог до дебіторів) та детальну характеристику кожного активу пулу. Служить підставою для списання реалізованого пулу активів з балансу оригінатора
Акт приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги	ПАС-3	Засвідчує перехід прав вимоги від оригінатора до SPV та складається для передачі SPV всіх документів, що підтверджують права вимоги до дебіторів, з яких сформовано пул активів, що сек'юритизуються

Зрозуміло, що разом із зазначеними актами оригінатор повинен передати SPV оригінали договорів, на підставі яких виникли борги, що відступаються.

Однією з основних умов договору є його ціна. При встановленні ціни пулу активів, що сек'юритизуються, потрібно, окрім величини основного боргу (суми заборгованості окремих боржників за всіма договорами, що увійшли до пулу), обов'язково врахувати всі витрати, понесені оригінатором на планування та структурування сек'юритизації, зокрема, витрати на отримання інвестиційного рейтингу, юридичні послуги, податковий консалтинг, аудиторські послуги, створення SPV тощо. Крім того, досить часто при встановленні ціни враховується так зване додаткове забезпечення (over collateralization), яке передбачає перевищення вартості продажу активів над мінімально необхідним обсягом для погашення емітованих SPV паперів. Суть механізму полягає в тому, що активи передаються не за номінальною вартістю, а з «деяким спредом» у ціні, що забезпечує мінімальний резерв покриття на випадок неплатоспроможності клієнта (боржника)<sup>13</sup>.

Передача пулу активів, що сек'юритизуються, сформованого з прав вимоги грошового боргу третьої особи (еквівалент дебіторської

<sup>13</sup> Величина додаткового забезпечення визначається спільно з рейтинговим агентством і андеррайтером і, як правило, становить 20-25% від величини пулу активів [218, с. 357]



заборгованості), новому кредитору (SPV), по суті, є продажем фінансового активу. Згідно з визначенням п. 4 П(С)БО 13 «Фінансові інструменти» (далі – П(С)БО 13), до фінансових активів належить, у тому числі, і контракт, що надає право отримати грошові кошти або інший фінансовий актив від іншого підприємства. Крім того, в п. 6 П(С)БО 13 дебіторська заборгованість, не призначена для перепродажу, прямо вказана у складі фінансових активів. До дебіторської заборгованості, що не призначена для перепродажу, відноситься дебіторська заборгованість, що виникає внаслідок надання коштів, продажу інших активів, робіт, послуг безпосередньо боржникові та не є фінансовим активом, призначеним для перепродажу (п. 4 П(С)БО 13) [172]. Вочевидь, що пул активів, який складається з дебіторської заборгованості не призначеної для перепродажу, є фінансовим активом.

Компанія-оригінація припиняє визнання фінансового активу, якщо закінчується термін договірних прав вимоги на потоки грошових коштів по фінансовому активу або відбувається передача фінансового активу, і така передача відповідає критеріям припинення визнання.

Відповідно до Міжнародного стандарту фінансової звітності 9 «Фінансові інструменти» (далі – МСФЗ 9) [141], принципи припинення визнання фінансових активів ґрунтуються на моделях: «урахування ризиків і вигід» та «здійснення контролю». (Додаток У 1 і У 2). Так, якщо компанія-оригінація поступається правом вимоги до третіх осіб (боржників) SPV-компанії, при цьому, остання має право використовувати його без обмежень (наприклад, продати), то в даному випадку:

- якщо оригінація зберігає ризики і вигоди, пов'язані з сек'юритизацією, то наявність контролю у SPV не грає ніякої ролі і оригінація продовжує визнання активу;

- якщо оригінація не передає і не зберігає всі ризики і вигоди, пов'язані з сек'юритизацією, то контроль над активом у SPV є вирішальним, відповідно, оригінація припиняє його визнання.

Комплексний підхід до бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів у її ініціатора передбачає первинний облік таких операцій, їх облікове відображення на рахунках та розкриття інформації у звітності компанії-оригінація. Відповідно до вказаного, відокремлення (реалізація) сформованого пулу активів, що сек'юритизуються, повинно бути відображене в обліку на синтетичних та аналітичних рахунках, що дозволяє визначити величину фінансування, отриманого на основі використання механізму сек'юритизації активів, та оцінити її ефективність. Виконання положень договору купівлі-продажу пулу активів у процесі сек'юритизації зумовлює ряд господарських операцій, які відображаються в обліку та узагальнюються у звітності оригінація, тим самим, відбувається задоволення інформаційних потреб її користувачів.

Проте, слід відзначити, що оскільки у вітчизняних бухгалтерських стандартах чітка процедура обліку таких договорів не прописана, то на практиці відсутня однаковість щодо порядку облікового відображення відступлення права вимоги, у т.ч. в процесі сек'юритизації активів (табл. 2.5).

**Підходи авторів до відображення в бухгалтерському обліку  
відступлення права грошової вимоги у первинного кредитора**

Автори	Концепції	
	Відступлення права вимоги	Реалізація права вимоги
	Д-т 377 К-т 36	Д-т 377 К-т 712 Д-т 949 К-т 36
Бондаренко Д.В., Маркова Н.М. [18, с. 151]	+	
Лаговська О.А. [124, с. 362-363]	+	
Струк Н.С. [220, с. 227]	+	
Карпова В. [98]		+
Скоробогата Л.В. [211, с. 190]	+	+
Прокопенко В.В. [181, с. 39]	+	
Скоробогатова В.В. [176, с. 276-277]	+	
Євлаш Т.О. [76, с. 10] <sup>14</sup>		+

Концепція обліку “реалізації права вимоги боргу” передбачає відображення вибуття фінансового активу використовуючи доходно-витратні рахунки. Відповідно, концепція обліку “відступлення права вимоги боргу” передбачає передачу права грошової вимоги відображати у постачальника в розрізі дебіторської і кредиторської заборгованості.

Як бачимо, переважає підхід, за якого операція з переведення боргу у бухгалтерському обліку відображається як зміна дебіторської заборгованості, однак вважаємо, що не застосування доходно-витратного принципу відображення результатів від здійснення операції може призвести до викривлення показників звітності та результатів діяльності оригінатора.

Оскільки пул активів, що сек’юритизується, є фінансовим активом оригінатора, то в разі його реалізації має визнаватися дохід від такої операції. Згідно з П(С)БО 15 [173] дохід визнається, якщо підприємство передає покупцеві всі вигоди й ризики, пов’язані з правом власності на актив. Крім того, згідно з пп. 3.2.12 МСФЗ 9 [141] при припиненні визнання фінансового активу різницю між балансовою вартістю (оціненою на дату припинення визнання) і отриманою компенсацією (включаючи будь-який новий отриманий актив мінус будь-яке нове взятє зобов’язання) визнають у прибутку або збитку. А це означає, що при передачі права вимоги (дебіторської заборгованості) визнають доходи і витрати від операції реалізації фінансового активу.

Також слід враховувати специфіку самого механізму сек’юритизації активів, яка передбачає не просто відступлення права вимоги окремого боржника, а реалізацію сукупності прав вимоги у вигляді пулу активів, що сек’юритизуються. Тому, вважаємо, що в процесі сек’юритизації активів є доцільним використання концепції обліку «реалізація права вимоги боргу».

<sup>14</sup> Євлаш Т.О. [76] пропонує відображати списання балансової вартості проданої дебіторської заборгованості на субрахунок 977 “Інші витрати звичайної діяльності”, дохід, отриманий від реалізації грошових вимог - на субрахунок 746 “Інші доходи від звичайної діяльності”.

що зумовлює необхідність фіксувати в обліку таку операцію на рахунках витрат та доходів іншої операційної діяльності з відкриттям відповідних аналітичних рахунків.

Таким чином, з точки зору облікового аспекту зміст «реального продажу» пулу активів, що сек'юритизуються, полягає у тому, що відібрані до пулу вимоги до дебіторів у балансі оригінатора з укладенням відповідного договору купівлі-продажу змінюють свою первісну природу і стають відокремленим фінансовим активом для оригінатора та фінансовим зобов'язанням для SPV.

Враховуючи відсутність чіткого нормативного регулювання та обґрунтованого документального забезпечення операцій сек'юритизації активів, а також врегульованої методики бухгалтерського обліку таких операцій, запропоновано порядок відображення формування та відокремлення пулу активів, що сек'юритизуються, на рахунках бухгалтерського обліку ініціатора сек'юритизації (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Запропонований порядок облікового відображення основних операцій сек'юритизації активів у її ініціатора**

<i>Господарські операції</i>	<i>Кореспонденція рахунків</i>	
	<i>Д-т</i>	<i>К-т</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Формування пулу активів (довідки бухгалтерії, реєстр дебіторів (прав грошової вимоги) за укладеними договорами)	321 «Активи, призначені для сек'юритизації»	18 «Довгострокова дебіторська заборгованість та інші необоротні активи», 36 «Розрахунки з покупцями та замовниками», 37 «Розрахунки з різними дебіторами»
Відображено витрати, пов'язані з плануванням та структуруванням операцій сек'юритизації активів (рахунки)	949.3 «Витрати на сек'юритизацію»	31, 65, 66, 685
Створення SPV	14 «Довгострокові фінансові інвестиції»	31 «Рахунки в банках»
Реалізація пулу активів, що сек'юритизуються (відступлення прав грошової вимоги SPV) (рахунок; договір купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються; розрахунок бухгалтерії щодо ціни пулу активів )	377.SPV «Заборгованість SPV за придбаний пул активів»	712.2 «Дохід від реалізації пулу активів, що сек'юритизуються»

1	2	3
Списано з балансу реалізований пул активів, що сек'юритизується (акт приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються; акт приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги)	949.2 «Собівартість реалізованого пулу активів, що сек'юритизуються»	321 «Активи, призначені для сек'юритизації»
Списано заставу за реалізованим пулом активів	-	06.1 «Застава, отримана за активами, що сек'юритизуються»
Погашення заборгованості перед оригінатором за реалізований пул активів, що реалізуються (виписка банку, рахунок)	31 «Рахунки в банках»	377.SPV «Заборгованість SPV за придбаний пул активів»
Викуп молодшого траншу на баланс оригінатора	143.1 «Облігації, забезпечені сек'юритизованими активами»	31 «Рахунки в банках»

Запропонований методичний підхід дозволяє відображати операції сек'юритизації активів з урахуванням специфіки їх здійснення, що сприяє підвищенню інформаційної місткості облікової інформації щодо всіх складових сек'юритизаційного механізму, які виникають з моменту прийняття рішення щодо потреби у додатковому фінансуванні до моменту погашення цінних паперів, забезпечених пулом сек'юритизованих активів.

Поряд з вирішенням питань фінансового обліку операцій сек'юритизації активів, також залишається актуальним питання їх впливу на податкові розрахунки оригінатора.

Відповідно до підпункту 196.1.5 пункту 196.1 статті 196 Податкового кодексу України (далі – ПКУ) не є об'єктом оподаткування операції з торгівлі за грошові кошти або цінні папери борговими зобов'язаннями, за винятком операцій з інкасації боргових вимог та факторингу (факторингових) операцій, крім факторингових операцій, якщо об'єктом боргу є валютні цінності, цінні папери, у тому числі компенсаційні папери (сертифікати), інвестиційні сертифікати, іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю, операції з відступлення права вимоги за забезпеченими іпотекою кредитами (позиками), житлові чеки, земельні бони та деривативи [168]. Отже, якщо боргові зобов'язання передаються одним платником податку іншому в обмін на грошові кошти або цінні папери, то такі операції не є об'єктом оподаткування ПДВ.

Вочевидь, операція з уступки оригінатором (первинним кредитором) прав вимоги новому кредитору (SPV) в обмін на грошові кошти не є об'єктом оподаткування ПДВ та не спричиняє податкових наслідків з ПДВ в оригінатора. Відповідно, SPV на дату уступки йому оригінатором прав вимоги до боржників не формує податковий кредит з ПДВ на суму таких відступлених прав вимоги, а на дату отримання боргу від боржника – не нараховує податкові зобов'язання з ПДВ.

Операції з відступлення права вимоги належать до операцій особливого виду, для яких п.153.5 ст.153 ПКУ визначені спеціальні правила оподаткування. Зокрема, для цілей оподаткування платник податку веде облік фінансових результатів операцій від проведення операцій з продажу (передачі) або придбання права вимоги зобов'язань у грошовій формі за поставлені товари, виконані роботи чи надані послуги третьої особи, зобов'язань за фінансовими кредитами, а також за іншими цивільно-правовими договорами [168].

Витрати першого кредитора при першому відступленні зобов'язань визначаються в розмірі: договірної (контрактної) вартості поставлених товарів, робіт, послуг, за якими виникла заборгованість; заборгованості за фінансовими кредитами за даними бухгалтерського обліку на дату здійснення такого відступлення; фактичної заборгованості, що відступається за іншими цивільно-правовими договорами.

До складу доходів першого кредитора включається сума коштів або вартість інших активів, отриманих від такого відступлення, а також сума заборгованості, яку погашають, за умови, що така заборгованість була включена до складу витрат згідно з вимогами ПКУ. Тобто, в обмін на передане право грошової вимоги від третьої сторони перший кредитор може отримати від другого кредитора компенсацію у вигляді грошових коштів, інших матеріальних активів і, відповідно, погасити заборгованість боржника.

Якщо доходи, отримані платником податку від наступного відступлення права вимоги зобов'язань третьої особи (боржника) або від виконання вимоги боржником, перевищують витрати, понесені таким платником податку на придбання права вимоги зобов'язань третьої особи (боржника), отриманий прибуток включається до складу доходу платника податку.

Якщо витрати, понесені платником податку на придбання права вимоги зобов'язань третьої особи (боржника), перевищують доходи, отримані таким платником податку від наступного відступлення права вимоги зобов'язань третьої особи (боржника) або від виконання вимоги боржником, від'ємне значення не включається до складу витрат або у зменшення отриманих прибутків від здійснення інших операцій з продажу (передачі) або придбання права вимоги зобов'язань у грошовій формі за поставлені товари чи надані послуги третьої особи.

Враховуючи наведене, для операцій з відступлення права вимоги, застосовується порядок оподаткування податком на прибуток, визначений п. 153.5 ст. 153 ПКУ, у разі, якщо умови договорів з відступлення права вимоги відповідають вимогам Цивільного кодексу України.

Оскільки одним з основних завдань бухгалтерського обліку як потужної інформаційної системи підприємства є надання користувачам повної та достовірної інформації про його майновий стан і результативність діяльності, то важливим є питання відображення операцій сек'юритизації активів у звітності її ініціатора – оригінатора.

Аналіз показників фінансової звітності показав, що вони є досить узагальненими і, відповідно, недостатніми для формування обґрунтованих висновків за операціями сек'юритизації активів, зокрема оцінки якості

сформованого пулу активів та визначення ефективності застосування механізму сек'юритизації як додаткового джерела фінансування діяльності.

З огляду на зазначене, вважаємо, що ініціатор сек'юритизації для зацікавлення потенційних інвесторів (щодо вкладення коштів у цінні папери, забезпечені активами) у текстовій частині Приміток до річної фінансової звітності повинен навести таку інформацію: операційне середовище; зовнішні та внутрішні ризики в діяльності підприємства; оцінку можливих наслідків таких ризиків та отриманих вигід; облікову політику підприємства на поточний рік; виправлення помилок, якщо вони біли виявлені в поточному періоді; зміни облікових оцінок; події, які відбулися після дати складання балансу та якщо вони можуть вплинути на фінансові результати; деталізацію окремих показників фінансових звітів та іншу інформацію, зокрема, в частині операцій сек'юритизації активів зазначати отримані обсяги фінансування за рахунок використання механізму сек'юритизації активів, а також величину сформованого пулу активів, що сек'юритизуються, у т.ч. обсяги дебіторської заборгованості, з якої сформовано даний пул у розрізі назви дебітора, суми заборгованості, дата виникнення та погашення заборгованості, а також предмету заборгованості, що сприятиме підвищенню рівня відкритості звітності з метою забезпечення привабливості таких підприємств для потенційних інвесторів.

Крім Приміток до фінансової звітності підприємства повинні подавати додаткову інформацію. Форму представлення додаткової інформації розробляє саме підприємство: текст, таблиці, діаграми, графіки, ілюстрації.

За результатами дослідження встановлено, що фінансова звітність не забезпечує користувачів облікової інформації, зокрема, внутрішніх, даними щодо здійснення операцій сек'юритизації активів, що негативно впливає на прийняття управлінських рішень щодо ефективності та визначення необхідності здійснення таких операцій. Тому запропоновано пакет внутрішніх звітів, необхідних для прийняття рішень оригіратором у процесі сек'юритизації активів: Звіт про структуру дебіторської заборгованості за укладеними договорами (ЗВДЗ-1); Звіт про стан здійснення платежів дебіторами за укладеними договорами (ЗВДЗ-2); Звіт про доцільність та можливість сек'юритизації активів (ЗВСА-1); Звіт про якість активів, відібраних для сек'юритизації (ЗВСА-2); Звіт про галузеву та регіональну структуру пулу активів (ЗВСА-3) та Звіт про понесені витрати на сек'юритизацію активів (ЗВСА-4). Перші п'ять – описані вище, а остання – наведена в таблиці 2.7 і призначена для визначення рівня понесених оригіратором витрат на сек'юритизацію активів та оцінки її ефективності.

Розширення показників звітності оригіатора в частині відображення результатів здійснення операцій сек'юритизації активів дозволяє користувачам облікової інформації оцінювати конкурентоспроможність підприємства та його інвестиційну привабливість, а також враховувати можливі ризики співпраці з ним, що сприяє підвищенню рівня відкритості звітності суб'єктів господарювання для цілей прийняття обґрунтованих інвестиційних або інших управлінських рішень.

**Зразок форми ЗВСА-4 «Звіт про понесені витрати на сек'юритизацію активів»**

Найменування витрат	Обсяг витрат, понесених на сек'юритизацію активів					
	План		Факт		Відхилення	
	Сума, тис. грн.	Питома вага, %	Сума, тис. грн.	Питома вага, %	%	пунктів структури
Юридичні послуги						
Податковий консалтинг						
Аудиторські послуги						
Послуги фінансового консультанта щодо організації проведення сек'юритизації активів						
Отримання кредитного рейтингу						
Витрати на створення SPV, у т.ч.:						
-						
-						
Створені резерви						
Інші витрати, у т.ч.:						
-						
-						
<b>Разом</b>		<b>100,0</b>		<b>100,0</b>		<b>0,00</b>

Використання розроблених у монографії форм первинних документів, внутрішніх реєстрів бухгалтерського обліку та внутрішньої звітності забезпечує:

– повне відображення господарських операцій сек'юритизації активів із заданим рівнем деталізації, що забезпечує аналітичність облікової інформації, необхідну для структурування механізму сек'юритизації активів;

– можливість оптимізації сформованого для сек'юритизації пулу активів з метою підвищення рейтингу і надійності цінних паперів, що планується випускати під забезпечення таких активів.

Підсумовуючи вищенаведене, можна зробити висновок, що не існує єдиної затвердженої методики облікового відображення операцій сек'юритизації активів у її ініціатора. З огляду на зазначене, нами запропоновано форми документів, які можуть виступати підставою для визнання об'єктів операцій сек'юритизації активів в бухгалтерському обліку. Оформлення даних документів забезпечить отримання повної та достовірної інформації заінтересованими користувачами та своєчасну передачу документів, що, у свою чергу, буде підставою для правильного відображення всіх господарських операцій в бухгалтерському обліку.

Для підвищення ефективності управління сек'юритизацією активів та виходячи з інформаційних потреб користувачів, надано пропозиції з удосконалення облікового відображення операцій щодо формування та реалізації пулу актив, що сек'юритизуються, в бухгалтерському обліку оригінатора. Закріплення даної методики бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів в обліковій політиці дозволить підвищити якісний рівень їх здійснення та забезпечення оперативного контролю за своєчасністю здійснення платежів за сек'юритизованими активами та виконанням зобов'язань перед інвесторами.

## 2.2. Облік операцій сек'юритизації активів з точки зору спеціально створеного посередника (SPV)

Невід'ємним елементом механізму сек'юритизації активів у його класичній формі є спеціально створена компанія (SPV), яка забезпечує відокремлення сек'юритизованих активів від ризиків компанії-оригінатора. Тобто завдяки створенню SPV і передачі йому оригінатором фінансових активів, останні отримують юридичну самостійність, не потрапляють більше в сферу повноважень оригінатора і тим самим звільняються від всіх оперативних та господарських ризиків, пов'язаних з його діяльністю, що дозволяє сформувати високий інвестиційний рейтинг для цінних паперів, забезпечених такими активами. Відповідно, головна мета створення і функціонування SPV – це придбання в оригінатора пулу активів, що сек'юритизуються, та емісія цінних паперів, забезпечених активами.

З наведеного вище зрозуміло, що після випуску облігацій, забезпечених сек'юритизованими активами, SPV виконує лише дві функції: власника придбаного пулу активів та боржника за випущеними цінними паперами, зокрема облігаціями. При цьому, виконання всіх господарських операцій, пов'язаних з реалізацією зазначених функцій (управління дебіторською заборгованістю, перерахування коштів власникам облігацій, управління активами, ведення бухгалтерського обліку, звітування тощо) повинні забезпечуватися іншими суб'єктами господарювання на договірних засадах.

Вочевидь, SPV за весь час свого існування повинен укласти лише два договори: договір купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються (або відступлення права грошової вимоги), з оригінатором та договір на управління його майном (довірче управління) з керуючою компанією. Всі інші договори (юридичною, страховою та бухгалтерською компаніями, депозитарієм, сервісером, платіжним агентом та ін.) повинні укладатися керуючою компанією.

Таким чином, організаційна структура SPV обмежується здійсненням чітко визначених видів діяльності і не передбачає штату співробітників, окрім тих, які безпосередньо необхідні для реалізації механізму сек'юритизації активів (концепція «спеціальної правоздатності SPV»).

У світовій практиці такі взаємовідносини прийнято трактувати як аутсорсинг, під яким здебільшого розуміють передачу сторонньому підприємству (яке спеціалізується у відповідних галузях) деяких бізнес-функцій або частини бізнес-процесів підприємства (Б.А. Анікін, О.В. Бакалінський, О. Беліков, М.І. Даценко, О. Зозульов, О.М. Зорій, І.Л. Руда, Д.В. Черемісін, А.Р. Яковлев, М.О. Шишханов та ін.) (Додаток Ф).

Інша група авторів (Н.В. Вороніна, Д. Крикунова, С.Н. Сайфієва, Ю.Хрипко та ін.) розширюють і дещо деталізують попереднє визначення, наголошуючи, що аутсорсинг – стратегія управління (спосіб оптимізації діяльності) підприємства, що спрямована на передачу ведення функціонально необхідних, але не основних напрямів діяльності підприємствам, які на них спеціалізуються. Таке твердження підтримує і М. Шарп [293], зазначаючи, що аутсорсинг передбачає передачу зовнішньому суб'єкту господарювання завдань, які підприємством визначені як не



основні. Лабжанія Р.Г. визначає аутсорсинг як нову форму розвитку виробничо-економічних відносин, а Кохан В.П. – як вид запозиченої праці. При цьому, Й. Оленський [289] стверджує, що аутсорсинг стосується тих функцій і процесів, за які правову і економічну відповідальність несе один суб'єкт, але передає ці функції іншому суб'єкту для їх реалізації.

Використання аутсорсингу дозволяє управлінській ланці зосередити увагу на основному бізнесі, тим само гнучко реагуючи як на ринкові зміни, так і на зміни внутрішнього середовища підприємства шляхом оптимізації процесу їх функціонування за рахунок реструктуризації внутрішніх процесів та зовнішніх відносин.

Вочевидь, що специфіка взаємовідносин на основі аутсорсингу дозволяє забезпечити виконання концепції «спеціальної правоздатності SPV» для того, щоб мінімізувати ризик власного банкрутства та оптимізувати податки. Зазначене безпосередньо впливає на організацію бухгалтерського обліку, яка є визначальним чинником розвитку інформаційної системи суб'єктів господарювання та передумовою їх ефективного функціонування.

Розробці питань організації бухгалтерського обліку діяльності підприємств, у т.ч. формування облікової політики, присвячено праці: Т.В. Барановської, Ф.Ф. Бутинця, І.О. Власової, О.П. Войналович, Е.С. Гейера, А.А. Єфремової, Л.І. Кравченка, П.О. Куцика, Б.Н. Івашкіна, С.О. Левицької, В.С. Леня, О.А. Наумчук, Л.С. Новіченко, О.М. Петрука, А.А. Пилипенка, М.С. Пушкаря, С.В. Свірко, Т.М. Сльозко, В.В. Сопка, Н.В.Хоменка, Ю. Чацкіса та інших.

Проведений аналіз досліджень і публікацій щодо сутності організації обліку, дозволив встановити, що досить поширеним у вітчизняній практиці є підхід, за яким під організацією бухгалтерського обліку розуміють сукупність дій зі створення цілісної системи бухгалтерського обліку (Ф.Ф. Бутинець [22, с. 40], В.С. Леня ([127, с. 6], Р.Е. Островерха [158, с. 20], С.В. Свірко [199, с. 7]). Інша група авторів (С.В. Івахненко [93, с. 86], Д. Мендлтон [136, с. 4], Е.А. Смірнов [217, с. 10]) пропонують розглядати організацію бухгалтерського обліку як процес, об'єкт, явище. Вчені Я.В. Соколов та В.Ф. Палій трактують організацію бухгалтерського обліку як виконання цілей, завдань та функцій обліку [162].

Войналович О.П. у своєму дисертаційному дослідженні стверджує, що під організацією бухгалтерського обліку слід розуміти сукупність заходів з упорядкування облікової роботи, які здійснює адміністрація підприємства за дорученням власника, задля забезпечення виконання завдань бухгалтерського обліку на відповідному етапі розвитку суспільства. При цьому, науковець зазначає, що складовими раціональної організації бухгалтерського обліку є: техніка ведення бухгалтерського обліку; методичне забезпечення бухгалтерського обліку; організація праці бухгалтера, його правовий статус; організація внутрішньогосподарського контролю в частині бухгалтерського контролю [33, с. 8].

Ямборко Н. відмічає, що при організації бухгалтерського обліку на підприємстві необхідно чітко розмежувати питання організації обліку, формування облікової політики і вибору облікових оцінок [263, с. 24]. Подібним є підхід С. Бріттона і К. Ватерстона, які розглядають організацію бухгалтерського обліку з трьох рівнів – концепції, методів, облікової політики [20, с. 79].

Івахненко С.В. [93, с. 27] виділяє три етапи організації бухгалтерського обліку: методичний, технологічний та організаційний (Додаток Х). Зазначені етапи організації бухгалтерського обліку також виокремлені у працях таких науковців, як Ф.Ф. Бутинець [22, с. 40], В.С. Лень [127, с. 12], Т.М. Сльозко [216, с. 18], Ю. Чацкіс, Е.С. Гейер, О.А. Наумчук, І.О. Власова [157, с. 24].

Ткаченко Н.М. розглядаючи поняття організації бухгалтерського обліку на підприємстві, виділяє 14 напрямів дій: використання обчислювальної техніки, вибір раціональної форми ведення бухгалтерського обліку, розробка робочого плану рахунків, формування первинних облікових документів та реєстрів бухгалтерського обліку, організація внутрішнього обліку та контролю, створення інвентаризаційних комісій, затвердження систем оплати праці, визначення облікової політики, визначення оцінки попутної продукції, облік адміністративних та загальногосподарських витрат, облік торгової націнки, забезпечення майбутніх витрат та платежів, порядок використання нерозподілених прибутків [225, с. 133-134].

З огляду на зазначене, вважаємо, що організаційні положення бухгалтерського обліку діяльності SPV слід розглядати у складі трьох взаємопов'язаних складових: методичної, технічної та організаційної. При цьому, враховуючи мету створення SPV та специфіку його функціонування, першочерговим постає вирішення питань саме організаційного характеру.

Як зазначалось в п.1.3., у ролі SPV можуть виступати товариства з обмеженою відповідальністю, акціонерні товариства, а також інвестиційні фонди. Проте в Україні сек'юритизація активів здійснювалась лише на основі створення SPV у формі товариства. Тому насамперед розглянемо особливості організації бухгалтерського обліку діяльності SPV як юридичної особи, створеної у вигляді товариства з обмеженою відповідальністю.

Питання організації бухгалтерського обліку регулюється Законом України «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні». Зокрема, ст. 8 п. 4 даного закону регламентує вибір однієї з форми організації бухгалтерського обліку:

- введення до штату підприємства посади бухгалтера або створення бухгалтерської служби на чолі з головним бухгалтером;
- користування послугами спеціаліста з бухгалтерського обліку, зареєстрованого як підприємець, який здійснює підприємницьку діяльність без створення юридичної особи;
- ведення на договірних засадах бухгалтерського обліку централізованою бухгалтерією або аудиторською фірмою;
- самостійне ведення бухгалтерського обліку та складання звітності безпосередньо власником або керівником підприємства. Ця форма організації бухгалтерського обліку не може застосовуватися на підприємствах, звітність яких повинна оприлюднюватися, та в бюджетних установах [80].

Вочевидь, що в контексті дотримання концепції «спеціальної правоздатності SPV» та, враховуючи передбачену законодавством можливість ведення бухгалтерського обліку на договірних засадах, дуже важливе місце в діяльності SPV займає бухгалтерський аутсорсинг, оскільки ефективність та оперативність управлінських рішень безпосередньо залежить від вдало побудованої системи бухгалтерського обліку.

Вагомий внесок у формування теоретичних та організаційно-методичних засад бухгалтерського обліку в умовах аутсорсингу здійснили вітчизняні та зарубіжні вчені і науковці: Б.О. Анікін, Є. Желіньскі, Й. Кочар, М. Лациті, Р. Морган, Л.С. Новіченко (Л.С. Скакун), В.В. Сопко, Л.К. Сук, Ю.Ю. Фролова, К. Чубаковська, Дж. Хейвуд, А.Є. Шевельов, Л.С. Шатковська, В.Г. Швець, А. Янковська та інші.

Скакун Л.С. у своїх працях виділяє два підходи до трактування бухгалтерського аутсорсингу: економіко-правовий (сукупність відносин, які виникають між замовником та виконавцем у процесі виконання умов договору про надання послуг з ведення бухгалтерського обліку) та обліковий (форма організації бухгалтерського обліку, яка полягає у передачі окремих бухгалтерських функцій або всього процесу ведення бухгалтерського обліку зовнішнім суб'єктам з метою підвищення якості та ефективності їх виконання) [209, с. 413-415].

Послуги з бухгалтерського аутсорсингу в Україні надають аудиторські, консалтингові фірми, спеціалізовані (аутсорсингові) фірми, спеціалісти з бухгалтерського обліку, зареєстровані як фізичні особи підприємці тощо.

Серед зовнішніх суб'єктів ведення бухгалтерського чільне місце посідають консалтингові та аудиторські фірми. Ринок консалтингових та аудиторських послуг на сьогодні представлений функціонуванням значної кількості фірм. За організаційно-правовими формами консалтингові фірми створюються у вигляді товариств (акціонерних, з обмеженою відповідальністю), вітчизняних та іноземних корпорацій, спільних підприємств, приватних підприємств, аудиторських фірм, консалтингових центрів, агентств тощо. Серед великих транснаціональних консалтингових підприємств в Україні здійснюють діяльність підприємства “Великої четвірки” – Ernst&Young, KPMG, PWC, Deloitte, а також інші транснаціональні підприємства (McKeansey, Accenture, IBM Consulting, Roland Berger) тощо. Крім міжнародних, послуги з бухгалтерського аутсорсингу надають також такі вітчизняні консалтингові фірми, як ТОВ “Профін Консалтинг і Аутсорсинг”, ТОВ “Актив Плюс”, “ЛПМ Консалтинг”, Бізнес-консалтингова компанія “EBS”, ТОВ “Менеджмент Консалтинг Груп”, Аудиторська фірма “MGI Консалтінг” та багато інших [210, с. 480].

У процесі дослідження пропозицій різних підприємств, встановлено, що існують різні форми взаємодії між замовником та виконавцем, який надає послуги з бухгалтерського аутсорсингу, зокрема, зовнішній суб'єкт може надавати послуги з організації і ведення бухгалтерського обліку; виступати в ролі головного бухгалтера підприємства та здійснювати ведення обліку лише окремих операцій або об'єктів.

Таким чином, враховуючи вимоги до структурування SPV, а також існуючі форми взаємодії між виконавцем та замовником, зрозуміло, що в процесі сек'юритизації активів компаніям спеціального призначення необхідно використовувати бухгалтерський аутсорсинг, який передбачає повне ведення бухгалтерського обліку зовнішнім суб'єктом.

Саме тому для забезпечення чітко налагоджених взаємозв'язків між залученими зовнішніми суб'єктами та SPV виняткову важливість при

використанні бухгалтерського аутсорсингу має чітко побудований процес вибору таких суб'єктів, що, в свою чергу, зумовлює необхідність обґрунтування та узагальнення ключових критеріїв вибору зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку діяльності SPV.

Зарубіжний науковець Х. Морсе (H. Morse) [286, с. 2-8] пропонує здійснювати вибір партнера з аутсорсингу в наступній послідовності: 1) визначення ознак відповідного кандидата; 2) підготовка питань-пропозицій; 3) складання формулярів, які характеризують виконавця і послугу; 4) аналіз та перевірка формуляра; 5) налагодження контактів з виконавцем; 6) загальна характеристика співпраці; 7) складання таблиці оцінки виконавця.

Наступним кроком після вивчення ринку виконавців послуг з бухгалтерського аутсорсингу (шляхом моніторингу спеціалізованих довідників, даних асоціацій, рекламних оголошень, статей у періодичних виданнях, отримання комерційних пропозицій, рекомендацій знайомих) та виокремлення потенційних виконавців є розробка критеріїв вибору зовнішніх суб'єктів з урахуванням специфіки діяльності SPV як замовника та завдань організації бухгалтерського обліку його діяльності.

Критерії вибору зовнішніх суб'єктів в різних сферах діяльності підприємства наводять наступні автори [10, 106, 129, 154, 191, 253].

Дослідження наукових праць щодо визначення критеріїв вибору зовнішніх фахівців при виконанні послуг в різних сферах діяльності, в тому числі і в сфері бухгалтерського обліку (Додаток Ц), дозволило виокремити такі основні критерії, що найчастіше наводяться в дослідженнях різних науковців:

- 1) високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників (80 % з 15 досліджених праць);
- 2) вартість послуг (73 %);
- 3) репутація та досвід діяльності (60 %);
- 4) рівень якості наданих послуг (54 %);
- 5) досвід роботи з підприємствами відповідної галузі (47 %);
- 6) дотримання етичних норм та корпоративної культури (40 %);
- 7) наявність дипломів, сертифікатів професійних організацій (35 %) та ін.

Більшість авторів лише перераховують критерії вибору зовнішнього суб'єкта в різних сферах діяльності і лише окремі – зазначають їх пріоритетність. Зокрема, О. Кривоконь [115, с. 16], О. Сергієнко [206, с. 93] вважають, що на першому етапі співпраці важливим є критерій репутації. При цьому, О.Шевцова, Ю. Андрюшкевич, О.В. Буч [253, с. 51; 25, с. 265] акцентують увагу на важливості високого рівня професіоналізму (кваліфікації) працівників підприємства-виконавця.

Окрім згаданих вище критеріїв, ряд авторів зазначають про необхідність врахування таких характеристик, як: надійність, гнучкість та загальний потенціал підприємства; термін роботи підприємства на ринку; комплексний підхід до вирішення завдань клієнтів; наявність рекомендацій та позитивних відгуків замовників; безперервність сервісу.

Досить обґрунтованим та деталізованим є підхід Л.С. Новіченко [154, с. 1151-1152], яка пропонує групи критеріїв (кількісні та якісні) вибору зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку діяльності SPV, виокремлюючи при цьому в кожній з груп також основні та додаткові критерії.

Враховуючи зазначене, а також специфіку сек'юрітизаційного механізму, SPV-компанія при виборі зовнішніх суб'єктів ведення бухгалтерського обліку повинна керуватися як кількісними, так і якісними критеріями. Зокрема, до основних кількісних критеріїв слід віднести: 1) види послуг, які надає зовнішній суб'єкт (можливість забезпечення повного ведення бухгалтерського обліку); 2) період існування підприємства на ринку фінансових послуг та інвестицій, у т.ч. досвід роботи з SPV; 3) рівень цін на послуги; 4) наявність претензій та судових позовів за неякісне ведення бухгалтерського обліку.

При цьому, вважаємо, що такий критерій, як рівень цін на послуги, не повинен бути визначальним, оскільки низька вартість послуг не завжди свідчить про високий рівень їх якості.

Якісні критерії, які повинні обов'язково враховуватися при виборі зовнішнього суб'єкта, включають: 1) позитивні відгуки та рекомендації замовників; 2) наявність сертифікатів, дипломів, які підтверджують рівень професіоналізму працівників виконавця; 3) імідж та досвід роботи виконавця на ринку; 4) забезпеченість сучасними комп'ютерними технологіями; 5) участь зовнішнього суб'єкта в діяльності вітчизняних і міжнародних професійних організацій; 6) рівень корпоративної культури та її дотримання.

Використання розроблених груп критеріїв під час вибору зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку діяльності SPV-компанії забезпечить оптимізацію її ризиків, що виникають при застосуванні бухгалтерського аутсорсингу.

Після вибору зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку розпочинається проведення переговорів, а далі – розробка проекту та укладання договору про надання послуг з бухгалтерського аутсорсингу. Разом з тим, слід враховувати, що переговори ведуться бухгалтерською компанією не безпосередньо з SPV, а з керуючою SPV компанією, яка, відповідно, в подальшому укладає договір з зовнішнім суб'єктом ведення обліку і затверджує всю необхідну документацію, у т.ч. Наказ про облікову політику та бухгалтерську звітність.

Чубаковська К. зауважує, що “при залученні зовнішніх суб'єктів для ведення бухгалтерського обліку, організацію бухгалтерського обліку необхідно розглядати, як сукупність наступних складових:

а) організація співпраці між замовником та виконавцем при використанні бухгалтерського аутсорсингу;

б) організація інформаційного процесу в системі бухгалтерського обліку, яка охоплює: бухгалтерську документацію; ведення бухгалтерського обліку; інвентаризацію та внутрішній контроль; звітність” [288, с. 209].

При цьому, В.В. Сопко та В.П. Завгородній стверджують, що досліджуючи організацію облікового процесу, необхідно врахувати його етапи, яких, як правило, виокремлюють три: первинний, поточний та підсумковий [219, с. 26-29], до складу яких входять операції трьох типів механічні (отримання документів, передача реєстрації); переробні (групування, логічні процедури, складання проводок); творчі (складання алгоритмів вирішення задач, пояснювальних записок, аналітичних оглядів, довідок) [120, с. 33].

За результатами аналізу напрацювань вітчизняних та зарубіжних науковців запропоновано ключові критерії вибору зовнішніх суб'єктів ведення бухгалтерського обліку та визначено порядок застосування бухгалтерського аутсорсингу в діяльності SPV (рис. 2.2).

З метою узгодження етапів обробки інформації та своєчасності виконання робіт зовнішнім суб'єктом ведення бухгалтерського обліку повинні бути розроблені та надані керуючій SPV компанії індивідуальні графіки робіт працівників, які ведуть облік на підприємстві в умовах аутсорсингу. Даний документ призначений для забезпечення розподілу робіт між виконавцями та визначення часу їх виконання. Тому кожен індивідуальний графік містить перелік робіт, які повинні виконуватись кожним працівником та термін їх виконання.

Оскільки при використанні SPV бухгалтерського аутсорсингу не лише бухгалтерські функції виконує зовнішній суб'єкт, а також управлінські, то в процесі планування важливим є налагодження співробітництва таким чином, щоб забезпечувався оперативний обмін відповідною інформацією між керуючою та бухгалтерською компаніями.

Слід зауважити, що первинне спостереження, тобто документування фактів господарського життя SPV, забезпечується керуючою компанією, окрім того вона здійснює (в основному) вартісне вимірювання всього, що стосується функціонування SPV.

Замовник, в обличчі керуючої компанії, ставить цілі, на основі яких здійснюється поточне та перспективне планування, та спільно з виконавцем організовує бухгалтерський облік відповідно до специфіки процесу сек'юритизації та потреб діяльності SPV. Тому інтегрування функцій управління та організації бухгалтерського обліку в умовах аутсорсингу передбачає ведення бухгалтерського обліку зовнішньою бухгалтерською компанією, а виконання завдання планування, контролю, аналізу – керуючою SPV компанією.

З метою покращення інтеграції управлінських функцій керуючої компанії та бухгалтерського обліку в умовах аутсорсингу необхідно:

- 1) забезпечити оперативний та належним чином організований документообіг між всіма зовнішніми виконавцями бізнес-процесів SPV;
- 2) узгодити рівні аналітичного обліку з метою отримання інформації в розрізах необхідних для потреб планування діяльності SPV;
- 3) організувати порядок надання керуючій SPV компанії інформації про виконання договірних прав та зобов'язань;
- 4) розробити форми внутрішньої звітності, необхідні для забезпечення потреб управління SPV, а також для здійснення контрольно-аналітичних заходів;
- 5) забезпечити створення єдиної інформаційної бази з урахуванням завдань планування, контролю, аналізу та специфіки діяльності SPV.



Рис. 2.2 Процес організації бухгалтерського обліку діяльності SPV при використанні бухгалтерського аутсорсингу

Належним чином скоординована робота усіх виконавців бізнес-процесів SPV в частині їх інтеграції з бухгалтерським обліком є чинником, який впливає на досягнення цілей діяльності SPV та ефективність всього процесу сек'юритизації вцілому. Саме використання бухгалтерського аутсорсингу дозволяє організувати бухгалтерський облік таким чином, щоб як найефективніше забезпечити його інтеграцію з функціями системи управління SPV.

Таким чином, після вибору зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку та підписання з ним договору про надання послуг з бухгалтерського аутсорсингу потребує вирішення питання розробки бухгалтерською компанією облікової політики SPV та підписання Наказу про облікову політику SPV керуючою компанією.

Відповідно, при формуванні облікового забезпечення управління сек'юритизацією активів, нами пропонується наступна структура облікової політики SPV:

I. Нормативні документи;

II. SPV як юридична особа та його діяльність;

III. Організація бухгалтерського обліку та внутрішнього контролю;

IV. Активи і пасиви SPV в цілях бухгалтерського обліку;

V. Доходи і витрати;

VI. Організація і графік документообігу;

Додаток № 1. Робочий план рахунків;

Додаток № 2. Відображення операцій сек'юритизації активів на балансових та позабалансових рахунках бухгалтерського обліку;

Додаток № 3. Форми первинної облікової документації;

Додаток № 4. Форми бухгалтерської (фінансової і внутрішньої) звітності.

Зокрема, в обліковій політиці повинно бути зазначено, що відповідальність за організацію бухгалтерського обліку, дотримання законодавства при виконанні господарських операцій покладається на директора керуючої SPV компанії. При цьому, забезпечення контролю та відповідальність за повноту і своєчасність відображення господарських операцій SPV в бухгалтерському обліку покладається на зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку (далі – бухгалтерську компанію).

Уповноваженими особами, які мають право підписувати розрахунково-платіжні документи, документи фінансової та податкової звітності SPV є директор керуючої SPV компанії та директор бухгалтерської компанії.

Інвентаризація активів і зобов'язань SPV проводиться відповідно до вимог ст. 10 ЗУ «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність» [80], при чому обов'язок з проведення інвентаризації та відповідальність за відображення результатів інвентаризації в бухгалтерському обліку відповідно до вимог законодавства покладається на бухгалтерську компанію.

Внутрішній контроль здійснюваних SPV фактів господарського життя, ведення бухгалтерського обліку та складання бухгалтерської (фінансової) звітності на SPV здійснюється керуючою SPV компанією і бухгалтерською компанією в частині наступних заходів:

- арифметична перевірка правильності бухгалтерських записів;



- проведення звірок розрахунків з контрагентами;
- перевірка правильності здійснення документообігу та наявності дозвільних записів керівного персоналу;
- здійснення заходів, спрямованих на фізичне обмеження доступу несанкціонованих осіб до активів підприємства, системи ведення документації і записів по бухгалтерських рахунках;
- проведення інвентаризацій активів і зобов'язань.

Крім того, з метою забезпечення більш ефективного внутрішнього контролю здійснюваних SPV фактів господарського життя, до яких у керуючої та бухгалтерської компанії відсутній самостійний доступ, керуюча компанія від імені SPV укладає договори з третіми особами, які здійснюють такий контроль у відповідних межах згідно предметів відповідних договорів.

Крім того, в частині методичного забезпечення облікового відображення активів, пасивів, доходів і витрат нами пропонується враховувати наступні складові облікової політики SPV:

1. Моментом визнання пулу активів, що сек'юритизуються, у складі активів (переходу права грошової вимоги від оригінатора до SPV) є момент підписання Акту приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються та Акту приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги (на основі укладеного Договору купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються), що підтверджує відступлення ініціатором сек'юритизації права грошової вимоги SPV;

2. Первісною вартістю придбаного пулу активів, що сек'юритизуються, визнається сума фактичних витрат SPV на його придбання. При цьому, фактичними витратами на придбання такого пулу активів визнається сума, сплачена за договором оригінатору.

3. Оскільки придбаний пулу активів може складатися з довгострокової та поточної дебіторської заборгованості, то його оцінка на дату балансу здійснюється у розрізі зазначених заборгованостей.

Довгострокова дебіторська заборгованість, яка включена до придбаного пулу активів, оцінюється за її теперішньою вартістю з урахуванням ставки дисконтування (процентної ставки), визначеної договором.

Теперішня вартість з урахуванням ставки дисконтування – процентної ставки, визначеної договором, визначається за допомогою наступної формули:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{Ct}{(1+k)^t} + \frac{N}{(1+k)^n}, \quad (2.1)$$

де:  $Ct$  – розмір відсотків, що нараховуються згідно договору у відповідному періоді (у грошовому виразі);  $k$  – відсоткова ставка за договором у відповідному періоді;  $n$  – кількість відсоткових виплат до повернення боргу (вважаємо, що разом з боргом також виплачуються і відсотки);  $N$  – сума боргу, що повертається [5; 176].

Частина довгострокової дебіторської заборгованості, яка підлягає погашенню протягом дванадцяти місяців з дати балансу, відображається на ту саму дату в складі поточної дебіторської заборгованості.

Поточна дебіторська заборгованість, яка є фінансовим активом, включається до підсумку балансу за чистою реалізаційною вартістю. Для визначення чистої реалізаційної вартості на дату балансу обчислюється величина резерву сумнівних боргів.

Враховуючи те, що використання механізму сек'юритизації активів передбачає постійний моніторинг платоспроможності боржників, права вимоги до яких включені до пулу сек'юритизованих активів, величину резерву сумнівних боргів доцільно визначати за методом застосування абсолютної суми сумнівної заборгованості, який передбачає розрахунок величини резерву на підставі аналізу платоспроможності окремих дебіторів.

При цьому, величина резерву визначається окремо за кожним сумнівним боргом залежно від фінансового стану (платоспроможності) боржника і оцінки ймовірності погашення боргу повністю або частково. Сума резерву сумнівних боргів визначається за результатами проведеної на останнє число звітного періоду інвентаризації дебіторської заборгованості і розраховується наступним чином:

1) за сумнівною заборгованістю зі строком виникнення більше 90 календарних днів – в суму створюваного резерву необхідно включати повну суму заборгованості, виявленої в результаті інвентаризації;

2) за сумнівною заборгованістю зі строком виникнення від 45 до 90 календарних днів (включно) – до резерву необхідно включати 50 % від суми заборгованості, виявленої в результаті інвентаризації;

3) за сумнівною заборгованістю зі строком виникнення до 45 календарних днів (включно) – резерв не створюється.

4. SPV, яке функціонує у формі ТОВ, може здійснювати емісію боргових цінних паперів, зокрема облігацій. Вартість облігацій зазначається у Проспекті емісії. При цьому, слід враховувати наступні умови:

- загальна вартість емітованих облігацій не може бути більшою за вартість пулу сек'юритизованих активів;

- період обігу облігацій не повинен бути більшим, ніж період існування сек'юритизованих активів;

- виплати відсотків за облігаціями здійснюються виключно за рахунок надходжень за сек'юритизованими активами;

- виплата відсотків за облігаціями має проводитись з інтервалом не меншим від інтервалу, з яким надходять кошти від сек'юритизованих активів.

5. Активи вважаються сек'юритизованими після придбання інвесторами цінних паперів, забезпечених такими активами;

6. Розміщення випущених забезпечених облігацій відображаються в бухгалтерському обліку за номінальною вартістю на субрахунок 521 «Зобов'язання за облігаціями» з урахуванням належних до оплати відсотків відповідно до встановленого графіку платежів.

У періоді, коли до терміну погашення довгострокових облігацій залишається менше 12 місяців їх переводять на рахунок 61 «Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями».

7. Після розміщення облігації оцінюються відповідно до норм п. 31 П(С)БО 13 «Фінансові інструменти» [172] та п. 3 П(С)БО 12 «Фінансові інвестиції» [171] за амортизованою собівартістю, яку визначають на основі методу ефективної ставки відсотка (метод нарахування амортизації дисконту або премії, за яким сума амортизації визначається як різниця між доходом за фіксованою ставкою відсотка та добутком ефективної ставки й амортизованої вартості на початок періоду, за який нараховується відсоток).

8. SPV здійснює нарахування відсотків за розміщеними облігаціями та сплачує їх відповідно до умов випуску таких облігацій, передбачених Проспектом емісії облігацій.

9. Резерв на покриття недостатності надходжень по основній сумі боргу за випущеними облігаціями безпосередньо залежить від терміну прострочення платежів за сек'юритизованими активами, що виступають забезпеченням таких цінних паперів. Резерв повинен визначатися і коригуватися щомісячно залежно від фактичного рівня прострочення та дефолтів пулу сек'юритизованих активів. Розмір резерву розраховується як добуток залишку основного боргу за сек'юритизованими активами, що входять до однієї з наведених нижче груп прострочення, і наведеного відсотка резерву для відповідної групи:

- прострочення від 31 до 60 днів – 2 %;
- прострочення від 61 до 90 днів – 4 %;
- прострочення від 91 до 120 днів – 50 %;
- прострочення від 121 до 150 днів – 80 %;
- прострочення від 151 до 180 днів – 90 %;
- прострочення більше, ніж на 180 днів – 100 %.

10. Оскільки головна мета створення SPV – придбання пулу активів та емісія цінних паперів, забезпечених цим пулом активів, то отримані SPV відсотки за сек'юритизованими активами та сплачені відсотки інвесторам за випущеними цінними паперами не є фінансовими, а відносяться до доходів і витрат основної діяльності SPV, і, відповідно, інформація щодо таких доходів і витрат акумулюється на відповідних субрахунках до рахунків 70 “Доходи від реалізації” (706 “Відсоткові платежі, отримані за сек'юритизованими активами”) і 90 “Собівартість реалізації” (906 “Відсоткові платежі інвесторам за випущеними цінними паперами”).

11. Інші доходи (зокрема, амортизація премії за облігаціями; доходи у вигляді пені та штрафів за прострочення сплати ануїтетних платежів тощо) і витрати (витрати на послуги сервісного агента; витрати на послуги спеціалізованого депозитарію; витрати на послуги андеррайтера; витрати на оплату послуг керуючої компанії; витрати на бухгалтерський аутсорсинг; витрати на обов'язковий аудит та інші витрати) SPV відносяться до операційних, що зумовлено специфікою створення і функціонування SPV. Аналітичний облік за рахунками операційних витрат та операційних доходів організований за кожним видом доходів і витрат таким чином, щоб забезпечити можливість виявлення фінансового результату за кожною операцією.

Відповідно до ст. 8 п. 5 Закону України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні” [80] підприємство самостійно затверджує додаткову систему рахунків і реєстрів аналітичного обліку. Тому важливим елементом технічної частини облікової політики підприємства є розробка Робочого плану рахунків, який містить всі необхідні розрізи аналітики для забезпечення потреб внутрішніх користувачів облікової інформації і затверджується як додаток до Положення про облікову політику. Тим самим даний документ відноситься до документів системи нормативного регулювання бухгалтерського обліку на рівні підприємства.

У зв’язку з нерозробленістю методичного забезпечення бухгалтерського обліку операцій сек’юритизації активів облікова політика повинна передбачити бухгалтерські рахунки в розрізах аналітики задля максимального задоволення інформаційних потреб керуючої SPV компанії (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

**Запропоновані напрями розширення Робочого плану рахунків бухгалтерського обліку діяльності SPV**

<i>Рахунки бухгалтерського обліку, передбачені Планом рахунків</i>	<i>Запропоновані субрахунки та аналітичні рахунки</i>
<i>1</i>	<i>2</i>
18 «Довгострокова дебіторська заборгованість та інші необоротні активи»	185 «Довгострокові сек’юритизовані активи» (аналітичний облік здійснюється відповідно до структури сформованого пулу активів, зокрема, за дебіторами, термінами погашення, відсотковою ставкою, видами застави; географічною ознакою)
–	32 «Пул активів, що сек’юритизуються»: 321 «Активи, призначені для сек’юритизації»; 322 «Сек’юритизовані активи» (322.1 «Основна сума боргу»; 322.2 «Нараховані відсотки») аналітичний облік здійснюється відповідно до структури сформованого пулу активів, зокрема, за дебіторами, термінами погашення, відсотковою ставкою, видами застави; географічною ознакою)
38 «Резерв сумнівних боргів»	38.1 «Резерв сумнівних боргів за сек’юритизованими активами»
47 «Забезпечення майбутніх витрат і платежів»	479 «Резерв на покриття недостатності надходжень за цінними паперами»
52 «Довгострокові зобов’язання за облігаціями»	Аналітичні розрізи: за інвесторами; траншами; термінами погашення
68 «Розрахунки з іншими операціями»	686 «Зобов’язання за придбаний пул активів, що сек’юритизуються»: 686.1 «Зобов’язання в межах величини придбаних вимог»; 686.2 «Зобов’язання в межах витрат, понесених на структурування сек’юритизації»; 685 «Розрахунки з іншими кредиторами»: 685.1 «Розрахунки з керуючою компанією»; 685.2 «Розрахунки з бухгалтерською компанією»; 685.3 «Розрахунки з сервісером»; 685.4 «Розрахунки з іншими кредиторами»

1	2
70 «Доходи від реалізації»	706 «Відсоткові платежі, отримані за сек'юритизованими активами»
719 «Інші доходи від операційної діяльності»	719.1 «Амортизація премії за облігаціями»
90 «Собівартість реалізації»	906 «Відсоткові платежі інвесторам за випущеними цінними паперами»
92 «Адміністративні витрати»	92.1 «Витрати на оплату послуг керуючої компанії»; 92.2 «Витрати на оплату послуг з ведення бухгалтерського обліку»; 92.3 «Інші адміністративні витрати»
944 «Сумнівні та безнадійні борги»	944.1 «Сумнівні та безнадійні борги за сек'юритизованими активами»; 944.2 «Інші сумнівні та безнадійні борги»
949 «Інші витрати операційної діяльності»	949.1 «Витрати, пов'язані з організацією випуску цінних паперів»; 949.2 «Витрати на обслуговування цінних паперів»; 949.3 «Витрати на обслуговування сек'юритизованих активів»; 949.4 «Витрати, понесені оригінатором на структурування сек'юритизації»; 949.5 «Інші операційні витрати»
05 «Гарантії та забезпечення надані»	05.1 «Забезпечення за випущеними цінними паперами» (аналітичні розрізи: за інвесторами)
06 «Гарантії та забезпечення отримані»	06.1 «Застава, отримана за сек'юритизованими активами» (аналітичні розрізи: за боржниками та за видами застави)

Зазначені розрізи аналітичного обліку дозволяють сформувати інформаційну базу для потреб управління сек'юритизацією активів, зокрема, для оцінки: стану здійснення платежів за сек'юритизованими активами; результатів випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами; рівня погашення таких цінних паперів; обсягу постійних та змінних витрат, понесених на сек'юритизацію активів тощо.

Дану методичну складову організації бухгалтерського обліку більш детально досліджено в п. 2.3. в частині розвитку методики бухгалтерського обліку; випуску та обслуговування цінних паперів, забезпечених активами.

Також при організації бухгалтерського обліку діяльності операцій сек'юритизації активів в частині придбання SPV пулу активів, що сек'юритизуються, а також емісії та розміщення забезпечених такими активами цінних паперів, надзвичайно важливе значення має документування зазначених операцій, оскільки первинні документи фіксують факти здійснення господарських операцій, що забезпечує достовірність бухгалтерської інформації. Тобто в Положенні про облікову політику має бути наведений перелік первинних документів та облікових реєстрів щодо всіх операцій, пов'язаних з діяльністю SPV.

Документування господарських операцій SPV включає наступні складові: створення SPV; укладання договору з керуючою компанією; придбання пулу активів, що сек'юритизуються, та їх обслуговування; емісія та розміщення цінних паперів, забезпечених активами; розрахунки з інвесторами та іншими зовнішніми контрагентами (зокрема, керуючою, бухгалтерською, аудиторською і страховою компаніями, андеррайтером та ін.).

Процес облікового документального оформлення, удосконалення та доповнення окремих складових первинної документації має визначальне значення в системі формування облікового забезпечення управління SPV, оскільки завжди є основою облікового процесу, визначає його юридичну силу та дієвість, є ланкою, що забезпечує керуючу SPV компанію оперативною інформацією для своєчасного прийняття ефективних управлінських рішень, і фундаментом подальшого формування поточного облікового забезпечення управління.

При оформленні операцій сек'юритизації активів на SPV використовуються уніфіковані форми первинних документів. Однак, для формування повної та оперативної інформації про діяльність SPV затверджених форм первинних документів недостатньо. Тому нами розроблено пакет первинних та зведених документів для фіксації інформації щодо відповідних операцій сек'юритизації активів (табл. 2.9).

Оскільки запропоновані первинні документи не відносяться до уніфікованих форм первинної документації, то їх форма та наповнення може змінюватись залежно від специфіки сек'юритизованих активів та особливостей структурування самого процесу сек'юритизації активів. Відповідно, розроблена документація обов'язково повинна бути затверджена у складі облікової політики SPV.

Використання розроблених форм первинних документів та реєстрів бухгалтерського обліку забезпечує:

- повне відображення основних господарських операцій SPV з заданим рівнем деталізації, що забезпечує аналітичність облікової інформації, необхідну для складання звітності щодо результатів діяльності SPV та управління сек'юритизацією активів в цілому;

- можливість здійснення контролю за рівнем платежів за сек'юритизованими активами та розрахунками з інвесторами.

Раціональним чином організований документообіг суттєво впливає на своєчасність, достовірність і обґрунтованість управлінських рішень, які приймаються на підставі документів, що є його основою. Приступаючи до розробки плану організації документування господарських операцій, перш за все складають перелік операцій, які належить документувати на даному підприємстві, потім визначають, якими документами буде оформлюватися кожен вид операції, кількість примірників кожного документа та їхнє призначення, а також порядок складання кожного документа. Велике значення при цьому відіграє правильно спланований документообіг, тобто рух документів в обліковому процесі з моменту їхнього створення до передачі в архів. Рух документів не є хаотичним, а заздалегідь скоординованим процесом пересування документів від однієї відповідальної особи до іншої згідно розробленого та затвердженого в організації графіка документообігу [260, с. 264].

З огляду на «спеціальну правоздатність» SPV організація документообігу покладена на бухгалтерську компанію і передбачає, що вхідні документи за операціями, пов'язаними з послугами третіх осіб, приймаються до обліку і обробляються відповідно до договорів, укладених з третіми особами, в рамках здійснення статутної діяльності SPV.

**Запропоновані форми первинних документів та облікових відомостей  
щодо операцій сек'юритизації активів на SPV**

<i>№ з/п</i>	<i>Назва документу</i>	<i>Коротка характеристика</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
<i>Операції щодо оприбуткування та обслуговування пулу активів, що сек'юритизуються</i>		
1	Реєстр договорів, включених до пулу активів, що сек'юритизуються (ПАС-1)	Відображає інформацію про перелік договорів, які формують придбаний пул активів, що сек'юритизуються, із зазначенням їх основних складових (найменування боржника, предмет договору, термін дії, сума боргу (погашена та непогашена), сума та спосіб погашення відсотків) і є основою для контролю та оцінки сек'юритизованих активів
2	Акт приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються (ПАС-2)	Служить підставою для оприбуткування придбаного пулу активів на баланс SPV. Містить інформацію щодо розміру пулу, кількості активів пулу (вимог до дебіторів) та детальну характеристику кожного активу пулу
3	Акт приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги (ПАС-3)	Засвідчує перехід прав вимоги від оригінатора до SPV та складається для передачі SPV всіх документів, що підтверджують права вимоги з яких сформовано придбаний пул активів, що сек'юритизуються
4	Відомість обліку сек'юритизованих активів (SPV-1)	Відображає за кожним окремими сек'юритизованим активом стан погашення заборгованості у розрізі основної суми боргу та нарахованих відсотків, у т.ч. обсяги дострокового погашення та прострочення платежів за періодами
<i>Операції, пов'язані з випуском забезпечених активами цінних паперів та їх обслуговуванням</i>		
5	Відомість обліку витрат SPV (SPV-2)	Розкриває детальну інформацію про всі витрати (разові, щорічні, постійні, змінні), пов'язані з випуском, розміщенням та обслуговуванням забезпечених цінних паперів, а також утриманням SPV
6	Відомість обліку договорів купівлі-продажу забезпечених цінних паперів (SPV-3)	Відображає інформацію про перелік договорів, укладених з інвесторами із зазначенням їх основних складових (найменування інвестора, вид, серія (клас), номінал, кількість цінних паперів, номінальна вартість, дата розміщення і дата погашення, відсоток (купон) при розміщенні, купонний період) і є основою для контролю за випущеними цінними паперами
7	Відомість обліку розрахунків за забезпеченими облігаціями (SPV-4)	Акумулює інформацію щодо погашення заборгованості перед інвесторами за випущеними облігаціями (найменування інвестора, сума та дата погашення основної суми боргу та відсотків, обсяги дострокового погашення, прострочення платежів за періодами)

Левицька С.О. та Осадча О.О. зазначають, що в сучасних умовах реформування економіки, співіснуванням на підприємствах різних систем обліку та звітності, на підприємствах невід'ємним елементом менеджменту організації діяльності є затвердження графіку документообігу – організаційної моделі руху службових документів із послідовно зазначеними інстанціями направлення, виконавцями та відповідальними особами (за підготовку документа, відправлення, отримання, пересилання тощо), швидкістю поетапного переміщення [126, с. 81].

Відповідно, графік документообігу, складений безпосередньо бухгалтерською компанією і затверджений керуючою SPV компанією, представляє собою схему чи перелік робіт щодо отримання, створення, перевірки й обробки первинних документів в частині діяльності SPV, що виконуються визначеними працівниками бухгалтерської компанії. Відповідальність за дотримання графіка документообігу, а також відповідальність за своєчасне і доброякісне створення документів, своєчасну передачу їх для відображення в бухгалтерському обліку і звітності, за вірогідність даних, що містяться в документах, несуть особи, що склали і підписали відповідні документи.

В Додатку III наведено зразок форми графіку документообігу, який призначений для обліку операцій SPV.

Дані з первинних документів і графіків документообігу мають служити основним джерелом для оцінки грошових потоків за операціями сек'юритизації активів та її ефективності в цілому, розкритих ще в одній складовій облікової політики – в системі запропонованої внутрішньої звітності (Звіт про структуру сек'юритизованих активів; Звіт про стан здійснення платежів за сек'юритизованими активами; Звіт про витрати, пов'язані з емісією цінних паперів; Звіт про результати випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами; Звіт про підсумки погашення цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами; Звіт за траншами випущених цінних паперів) (Додаток III). Невикористання наявної облікової інформації у цих напрямках негативно впливає на рівень обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів.

Далі розглянемо особливості організації емісії забезпечених цінних паперів у процесі сек'юритизації активів на основі інвестиційних фондів. Насамперед, слід зазначити, що, якщо SPV, як юридична особа, емітує боргові цінні папери у вигляді облігацій, то SPV-фонд здійснює випуск інвестиційних сертифікатів, які засвідчують право власності учасника пайового фонду на частку в такому фонді та право на отримання дивідендів

За таких умов, пул активів, сформований оригіном, спочатку продається компанії з управління активами (далі – КУА), яка проводить реєстрацію фонду – пайового недиверсифікованого інвестиційного фонду закритого типу<sup>15</sup> (далі – SPV-фонд), та здійснює емісію його сертифікатів, забезпечених сек'юритизованими активами оригіном.

Згідно Закон України “Про інститути спільного інвестування” [82] для створення SPV-фонду КУА повинна здійснити наступні дії:

- розробити та затвердити регламент такого фонду;
- подати до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку документи, необхідні для реєстрації регламенту SPV-фонду та внесення такого фонду до реєстру ІСІ;
- укласти договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором чи депозитарієм, оцінювачем майна;

---

<sup>15</sup> Відповідно до ст. 7 п. 10 Закону України “Про інститути спільного інвестування” [82] пайовий недиверсифікований інвестиційний фонд закритого типу є венчурним інвестиційним фондом



- розробити та затвердити проспект емісії інвестиційних сертифікатів фонду;

- подати до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку документи, необхідні для реєстрації проспекту емісії інвестиційних сертифікатів фонду;

- організувати публічне (відкрите) або приватне (закрите) розміщення інвестиційних сертифікатів фонду.

Розміщення інвестиційних сертифікатів SPV-фонду здійснюється після реєстрації їх випуску, а також присвоєння їм міжнародного ідентифікаційного номера цінних паперів, при чому не раніше, ніж через 20 днів після опублікування проспекту емісії інвестиційних сертифікатів такого фонду.

Термін розміщення інвестиційних сертифікатів SPV-фонду, встановлений для досягнення нормативів його діяльності, визначається проспектом емісії інвестиційних сертифікатів і не може перевищувати шести місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів. Кожний інвестиційний сертифікат SPV-фонду надає його власнику (інвестору) однаковий обсяг прав.

До дня, що настає за днем отримання КУА повідомлення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про відповідність SPV-фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ, розміщення цінних паперів ІСІ здійснюється за ціною, що визначається, виходячи з їх номінальної вартості.

Згідно Закон України “Про інститути спільного інвестування” [82] мінімальний розмір засновницького капіталу SPV-фонду (пайового інвестиційного фонду) має складати не менше 1250 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на день реєстрації фонду як інституту спільного інвестування. У таблиці 2.10 розраховано, яким має бути мінімальний розмір пулу активів, що сек’юритизуються одним оригіном, через створення SPV-фонду у 2015-2016 рр.

Таблиця 2.10

**Мінімальний обсяг активів оригіном, що сек’юритизуються, передбачений на 2015-2016 рр.**

<i>Дата</i>	<i>Розмір мінімальної заробітної плати, грн.</i>	<i>Мінімальний обсяг засновницького капіталу фонду сек’юритизації та активів, що сек’юритизуються, грн.</i>
01.01.2015 - 31.08.2016	1218	1522500
01.09.2015 - 31.12.2015	1378	1722500
01.01.2016 - 30.04.2016	1378	1722500
01.05.2016 - 30.11.2016	1450	1812500
01.12.2016 - 31.12.2016	1550	1937500

Вимоги щодо мінімального обсягу активів застосовуються до пайового фонду через шість місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів такого фонду. Якщо обсяг активів пайового фонду став меншим, ніж мінімальний обсяг активів пайового фонду та протягом шести місяців не збільшився до мінімального обсягу активів, такий пайовий фонд підлягає ліквідації.

Цінні папери SPV-фонду підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів протягом періоду діяльності фонду.

З метою розміщення інвестиційних сертифікатів SPV-фонду та визначення їх вартості за розрахунковим методом КУА починає розраховувати вартість чистих активів SPV-фонду на день отримання письмового повідомлення Комісії про досягнення нормативів діяльності таким фондом. Ціна, за якою розміщуються інвестиційні сертифікати SPV-фонду, може збільшуватися лише на суму комісійної винагороди торговця цінними паперами.

Таким чином, SPV-фонд створюється за ініціативою КУА шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів. Відповідно, учасниками SPV-фонду, створеного для сек'юритизації активів, є інвестори, які придбали інвестиційні сертифікати цього фонду. При цьому, такий фонд вважається створеним з дня його реєстрації у реєстрі ІСІ.

Під час емісії інвестиційних сертифікатів SPV-фонду слід враховувати, що:

- загальна вартість емітованих сертифікатів фонду не може бути більшою за вартість пулу активів, що сек'юритизуються;
- період обігу сертифікатів фонду не повинен бути більшим, ніж період існування активів, що сек'юритизуються;
- виплати дивідендів за сертифікатами фонду здійснюються виключно за рахунок надходжень за сек'юритизованими активами;
- виплата дивідендів за сертифікатами фонду повинна здійснюватися з інтервалом не меншим від інтервалу, за яким надходять кошти від сек'юритизованих активів.

Кошти від розміщення сертифікатів такого фонду направляються на погашення вартості пулу сек'юритизованих активів, а також за рахунок цих коштів сплачується комісійна винагорода компанії з управління активів та відшкодовуються трансакційні витрати, пов'язані з наданими послугами реєстратора, депозитарія, професійного оцінювача та аудиторської компанії.

Бухгалтерський та податковий облік сек'юритизації активів, яка здійснюється через створений SPV-фонд, забезпечується КУА окремо від обліку операцій та результатів її господарської діяльності та обліку операцій та результатів діяльності інших пайових інвестиційних фондів, активи яких перебувають в її управлінні.

Таким чином, належна організація бухгалтерського обліку господарської діяльності SPV повинна відповідати принципам чинного законодавства, забезпечувати адаптацію обліку до сучасних умов господарювання та враховувати інформаційні потреби відповідних учасників процесу сек'юритизації активів.

### **2.3. Облік операцій цінних паперів, забезпечених активами**

За умов класичної позабалансової сек'юритизації емітентом цінних паперів, забезпечених активами виступає SPV. Після розміщення цінних паперів на фондовому ринку кошти від їх реалізації надходять оригінатору. А грошові потоки, що з часом генеруються активами, якими володіє SPV, використовуються для здійснення виплат інвесторам за випущеними цінними паперами.

Як було обґрунтовано в п.2.1., оскільки придбаний пул активів, сформований з сукупності прав вимоги до дебіторів (тобто з сукупності дебіторської заборгованості), то його можна віднести до фінансових активів. Відповідно, визнання та оцінка такого пулу активів здійснюється за правилами бухгалтерського обліку дебіторської заборгованості як складової фінансових активів, зокрема, з врахуванням положень ПСБО 10 «Дебіторська заборгованість», ПСБО 13 «Фінансові інструменти» та МСФЗ 9 «Фінансові інструменти» (див. п.2.2.1).

Оскільки офіційно затвердженої методики обліку відступлення (реалізації) права вимоги не встановлено, то як і у випадку з первинним кредитором, серед науковців та практиків немає однозначності щодо порядку облікового відображення отриманих прав вимоги у нового кредитора, яким у процесі сек'юритизації виступає SPV.

Так, Р.Е. Грачова [42], В. Карпова [97] та Н.С. Струк [220] при відображенні права вимоги у нового кредитора пропонують їх обліковувати як фінансові інвестиції на рахунку 35 «Поточні фінансові інвестиції». На нашу думку, новий кредитор здійснює не фінансові інвестиції, а придбає фінансовий інструмент. Тим паче, у випадку сек'юритизації активів до складу придбаного пулу можуть бути включені як поточна, так і довгострокова дебіторська заборгованість, що унеможлиблює її облік на рахунку оборотних активів.

Інші автори (Д.В. Бондаренко, О.М. Левченко [<sup>16</sup>, с. 230], Н.М. Маркова [18, с. 151], В. Прокопенко [181, с. 39], Л.В. Скоробогата [211, с. 190], І. Чернова [<sup>17</sup>, с. 67]) зазначають про необхідність відображення у бухгалтерському обліку операцій з переведення боргу як залік кредиторської та дебіторської заборгованості (Д-т 377 «Розрахунки з іншими дебіторами» і К-т 685 «Розрахунки з іншими кредиторами»).

Враховуючи специфіку механізму сек'юритизації активів, та наші пропозиції щодо необхідності відкриття рахунку 32 «Пул активів, що сек'юритизуються» (див. п. 2.1 і п. 2.2.1), вважаємо за необхідне придбаний пул активів до емісії SPV цінних паперів відображати за дебетом рахунку 321 «Активи, призначені для сек'юритизації» та кредитом рахунку 686 «Зобов'язання за придбаний пул активів, що сек'юритизуються» (на суму заборгованості за договорами, що увійшли до пулу). Різницю між сумою, сплаченою SPV за договором купівлі-продажу пулу активів та величиною відступленої дебіторської заборгованості (відповідно до Акту приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються та Реєстру договорів, включених до пулу активів, що сек'юритизуються) пропонуємо відображати за дебетом рахунку 949.3 «Витрати, понесені оригінатором на структурування сек'юритизації» та кредитом рахунку 686 «Зобов'язання за придбаний пул активів, що сек'юритизуються».

---

<sup>16</sup> Левченко О. М. Факторинг: методика облікового процесу / О.М. Левченко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – №11 (113). – С.219-233.

<sup>17</sup> Чернова І. Податковий та бухгалтерський облік операцій факторингу / І. Чернова // Договори в підприємницькій діяльності. – 2004 р. – жовтень. – С. 66-68.

Відкриття рахунку 686 «Зобов'язання за придбаний пул активів, що сек'юритизуються» зумовлене необхідністю відокремлення зобов'язань перед оригінатором за придбаний пул активів від зобов'язань перед іншими кредиторами за отримані послуги, пов'язані з випуском цінних паперів, та за виконання окремих бізнес-процесів SPV (зокрема, оплата послуг керуючої та бухгалтерської компанії, андерайтера тощо), інформація щодо яких акумулюється на рахунку 685 «Розрахунки з іншими кредиторами».

Після того, як SPV здійснить емісію забезпечених цінних паперів, відокремлений в активах пул вимог буде вважатися сек'юритизованим. Тому частина дебіторської заборгованості, яка підлягає погашенню протягом дванадцяти місяців з дати балансу, повинна відображатися у складі поточних сек'юритизованих активів. Тому в бухгалтерському обліку матиме місце наступна кореспонденція рахунків: Д-т 322.1 «Основна сума боргу» (322 «Сек'юритизовані активи») та К-т 321 «Активи, призначені для сек'юритизації».

Поточна дебіторська заборгованість, яка є фінансовим активом, включається до підсумку балансу за чис'тою реалізаційною вартістю. Для цього за поточними сек'юритизованими активами нараховується резерв сумнівних боргів: Д-т 944.1 «Сумнівні та безнадійні борги за сек'юритизованими активами» і К-т 38.1 «Резерв сумнівних боргів за сек'юритизованими активами».

Дебіторська заборгованість, термін погашення якої перевищує дванадцять місяців з дати балансу, включається до складу довгострокових сек'юритизованих активів шляхом дебету запропонованого рахунку 185 «Довгострокові сек'юритизовані активи» та кредиту рахунку 321 «Активи, призначені для сек'юритизації».

SPV, яке функціонує у формі товариства, здійснює емісію боргових цінних паперів у формі облігацій. Вартість таких облігацій зазначається у Проспекті емісії цінних паперів (документі, що містить інформацію про розміщення цінних паперів та інші відомості, передбачені законодавчими актами, що визначають особливості розміщення певних видів цінних паперів). При цьому, слід враховувати, що загальна вартість емітованих облігацій не може бути більшою за вартість пулу сек'юритизованих активів, а виплата відсотків за облігаціями здійснюються виключно за рахунок надходжень за сек'юритизованими активами. Крім того, величина відсотка (купона) за облігаціями повинна бути меншою, ніж середньозважена ставка відсотка за пулом активів, зменшена на величину спреда обслуговування. У цьому і полягає сутність цінних паперів, забезпечених активами, адже в процесі сек'юритизації SPV здійснює емісію цінних паперів під забезпечення платежів, що генеруються за придбаним пулом активів, який сформований з вимог до дебіторів.

Важливим фактором при визначенні розміру відсотка (купона) за забезпеченою облігацією є врахування різних інтересів емітента та інвестора, тобто необхідно встановити такий відсоток, за яким інвестори будуть зацікавлені купити облігації

Окремі аспекти бухгалтерського обліку операцій з облігаціями розглядали вітчизняні науковці: І.А. Бойко, М.І. Бондар, М.П. Войнарченко, Е.С. Гейер,

Т.В. Ковальова, О.І. Лебідь, В.А. Мельник, С.З. Мошенський, О.Р. Новаківський, Н.А. Пономарьова, С.І. Прилипко, І.Л. Сазонець, Б.М. Сердюк, І.В. Стешенко, М.А. Студеннікова, С.Ю. Фомічова, М.М. Шевченко. Проте проблеми обліку випуску та обслуговування облігацій, забезпеченими активами, у процесі сек'юритизації активів не були предметом дослідження науковців, що зумовлено нерозвиненістю самого механізму сек'юритизації активів на вітчизняному фондовому ринку.

Емітовані SPV облігації передаються зберігачеві цінних паперів (Національний депозитарій України, банки та інші), який здійснює, продаж, викуп і зберігання цінних паперів. В реєстрах аналітичного обліку зазначається документ, згідно з яким зберігач прийняв їх на відповідальне відображення. Зберігачі ведуть реєстри цінних паперів власників (інвесторів). Кожного місяця зберігачі цінних паперів подають виписку про рух цінних паперів на рахунок. У випадку виплати відсотків береться виписка у зберігача, визначається зобов'язання і проводяться відповідні виплати власникам. Виписки є основою для здійснення обліку цінних паперів на підприємстві.

За кожним пакетом випущених облігацій у 2-х примірниках складається реєстр, який повинен містити наступні обов'язкові реквізити: найменування емітента; номінальну вартість цінного паперу; купівельну вартість; номер, серію; загальну кількість; дату купівлі; дату продажу. На підприємстві облігації реєструються в Книзі обліку цінних паперів, яка повинна бути зброшурована, скріплена печаткою підприємства і підписами керівника та головного бухгалтера із пронумерованими сторінками.

Крім того, доцільним є ведення на SPV Відомості обліку розрахунків за забезпеченими облігаціями (SPV-4), у якій узагальнюється інформація щодо погашення заборгованості перед інвесторами за випущеними облігаціями (найменування інвестора, сума та дата погашення основної суми боргу та відсотків, обсяги дострокового погашення, прострочення платежів за періодами).

В Україні формування в бухгалтерському обліку інформації про залучення позик шляхом випуску облігацій, а також про витрати, пов'язані з обслуговуванням випущених підприємством облігацій, проводиться відповідно до правил, встановлених П(С)БО 11 "Зобов'язання" [170] та П(С)БО 13 "Фінансові інструменти" [172]. SPV як емітент облігацій здійснює наступні операції:

- 1) розміщення облігацій (емісія);
- 2) виплата відсотків за облігаціями та виникнення інших витрат, пов'язаних з обслуговуванням облігаційної позики;
- 3) погашення облігацій.

Облігації реалізуються емітентом за справедливою (поточною ринковою) вартістю. Справедлива вартість облігацій на момент їх розміщення на ринку практично ніколи не дорівнює номінальній вартості облігацій: вона або перевищує її, якщо оголошений емітентом відсоток виявляється вищим за ринкову ставку, або, навпаки, ринкова відсоткова ставка перевищує оголошений відсоток. Величина перевищення ринкової вартості облігації над її номіналом – це премія, що сплачується емітенту. Величина, на яку вартість

облігацій при їх реалізації знижується – це знижка (дисконт), що надається інвестору.

У бухгалтерському обліку облігації відносяться до фінансових інструментів, оскільки розміщуються відповідно до контракту (договору), який одночасно призводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого (п. 4 П(С)БО 13).

Для емітента облігації є фінансовим зобов'язанням, яким вважають згідно п. 4 П(С)БО 13 контрактні зобов'язання:

а) передати грошові кошти або інший фінансовий актив іншому підприємству;

б) обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно не вигідних умовах.

Згідно з п. 29 П(С)БО 13 фінансові зобов'язання спочатку оцінюються і зараховуються на баланс за фактичною собівартістю, яка включає:

– справедливу вартість активів, отриманих в обмін на облігацію;

– витрати, безпосередньо пов'язані з вибуттям фінансового інструменту (комісійні винагороди, обов'язкові збори, платежі при передачі цінних паперів тощо). При цьому, витрати на операції не включають премії та знижки за борговим інструментом, фінансові витрати та внутрішні адміністративні або холдингові витрати.

Для довгострокових облігацій визначення справедливої вартості проводиться через амортизацію їхньої собівартості (п. 31 П(С)БО 13 «Фінансові інструменти») і передбачається, що на кожну наступну після визнання дату балансу фінансові зобов'язання оцінюватимуться аналогічно.

Бухгалтерський облік облігацій за амортизованою собівартістю у їх емітента передбачає, що позитивна різниця між номінальною вартістю облігацій і вартістю їх продажу (тобто, дисконт, що надається інвесторам – власникам облігацій при продажу) або негативна різниця між цими вартостями (премія) не списується на витрати або доходи в періоді виникнення. Сума дисконту або премії пропорційно розподіляється між періодами нарахування відсотків від дати розміщення облігацій до дати їх погашення.

Амортизація премії полягає в наступному: сума премії, поступово, у міру нарахування відсотків власникам, направляється на покриття витрат на їх виплату. В результаті такого списання сума премії з року в рік скорочується, знижуючи, відповідно, поточну балансову вартість облігацій. У зв'язку з цим, амортизація премії протягом усього періоду повинна розподілитися таким чином, щоб на дату погашення облігацій їхня поточна балансова вартість дорівнювала номінальній, а сума премії повинна досягти нульового значення.

Амортизація дисконту передбачає, що сума дисконту, у міру нарахування відсотків власникам, збільшує витрати на їх виплату. Тому, сума дисконту поступово скорочується, у той час як поточна балансова вартість облігацій (номінальна мінус дисконт), відповідно, збільшується. З огляду на зазначене, амортизація дисконту протягом усього періоду повинна розподілитися таким чином, щоб на дату погашення облігацій їхня поточна балансова вартість дорівнювала номінальній, а сума дисконту, відповідно, досягла нульового значення.

Механізм амортизації дисконту або премії для емітентів облігацій в національних стандартах бухгалтерського обліку не передбачений. Тому для вирішення даного питання використовують норми П(С)БО 12 “Фінансові інвестиції” [171], в якому викладені методи амортизації дисконту та премії для інвесторів – власників облігацій. Зокрема, П(С)БО 12 передбачено необхідність застосування методу ефективної ставки відсотка для амортизації дисконту та премії.

Метод ефективної ставки відсотка – це метод нарахування амортизації дисконту або премії, за яким сума амортизації визначається як різниця між доходом за фіксованою ставкою відсотка і добутком ефективної ставки та амортизованої вартості на початок періоду, за який нараховується відсоток (п. 3 П(С)БО 12). При цьому, під ефективною ставкою відсотка розуміють ставку відсотка, що визначається діленням суми річного відсотка та дисконту (або різниці річного відсотка та премії) на середню величину собівартості інвестиції (або зобов’язання) та вартості її погашення [171].

Амортизація дисконту (премії) розраховується у наступній послідовності: 1) обчислюється ефективна ставка відсотка за облігаціями, проданими з дисконтом (премією); 2) визначається сума відсотка за ефективною ставкою; 3) обчислюється сума амортизації дисконту (премії); 4) розраховується амортизована собівартість зобов’язання за облігаціями, випущеними з дисконтом (премією). Формули для розрахунку зазначених показників наведені в Додатку 1 до П(С)БО 12.

Ведення бухгалтерського обліку довгострокових зобов’язань за випущеними відсотковими облігаціями повинно забезпечувати нарахування відсотків у кінці кожного звітного періоду, незалежно від того, повинні вони виплачуватися чи ні. Цей порядок зумовлений необхідністю застосування принципу нарахування і відповідності доходів і витрат.

Довгострокові зобов’язання за облігаціями відображаються на спеціальних субрахунках, передбачених Планом рахунків рахунку 52 “Довгострокові зобов’язання за облігаціями”: субрахунку 521 “Зобов’язання за облігаціями” (на суму номінальної вартості); субрахунку 522 “Премія за випущеними облігаціями” (на суму премії); субрахунку 523 “Дисконт за випущеними облігаціями” (на суму дисконту).

Сума амортизації дисконту списується в дебет субрахунку 952 “Інші фінансові витрати”, сума амортизації премії – в кредит субрахунку 733 “Інші доходи від фінансових операцій”. За 12 місяців до дати погашення довгострокових облігацій їхня вартість переводиться з довгострокових до складу поточних зобов’язань. Тоді вартість облігації списується з кредиту субрахунку 521 “Зобов’язання за облігаціями” в кредит субрахунку 611 “Поточна заборгованість по довгострокових зобов’язаннях в національній валюті”.

Організація в емітента аналітичного обліку операцій з облігаціями повинна забезпечити відображення на бухгалтерських рахунках даних про строки, види та покупців облігацій з урахуванням валюти розміщення (національної чи іноземної). Крім того, для забезпечених цінних паперів, доцільно вести аналітичний облік у розрізі траншів (А, В, С і т.д.).

Слід зазначити, що в процесі сек'юритизації активів, з огляду на високий інвестиційний рейтинг забезпечених цінних паперів, SPV, як правило, здійснює емісію облігацій з премією.

Крім того, як вже зазначалось, придбання пулу активів та емісія цінних паперів, забезпечених цим пулом активів, відповідно до засновницьких документів SPV є основним його видом діяльності, заради здійснення якого SPV і був створений. Тому вважаємо за доцільне отримані відсотки за сек'юритизованими активами та сплачені відсотки за випущеними SPV облігаціями відносити до складу доходів і витрат основної діяльності SPV, що зумовлює необхідність їх відображення на відповідних рахунках доходів і витрат: 70 "Доходи від реалізації" (706 "Відсоткові платежі, отримані за сек'юритизованими активами") і 90 "Собівартість реалізації" (906 "Відсоткові платежі інвесторам за випущеними цінними паперами").

З огляду на зазначене, пропонуємо амортизацію премії за облігаціями відображати у складі інших операційних доходів SPV. Вочевидь, що понесені витрати SPV на послуги сервісного агента; витрати на послуги спеціалізованого депозитарію; витрати на послуги андерайтера; витрати на оплату послуг керуючої компанії; витрати на бухгалтерський аутсорсинг; витрати на обов'язковий аудит тощо, слід відносити до складу операційних витрат. При цьому, витрати на оплату послуг керуючої та бухгалтерської компанії збільшуватимуть величину адміністративних витрат SPV.

Запропоновані зміни у складі рахунків бухгалтерського обліку зумовлюють необхідність визначення порядку кореспонденції рахунків з бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів у SPV (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

**Запропонований порядок облікового відображення операцій сек'юритизації активів у діяльності SPV**

№ з/п	Зміст операції	Кореспонденція рахунків	
		Дебет	Кредит
1	2	3	4
1	Оприбутковано пул активів, що сек'юритизуються, у т.ч.:		
	- фактична сума придбаної заборгованості (сума, що підлягає до сплати боржником);	321	686.1
	- додаткове забезпечення, включене до ціни придбаного пулу («спред» в ціні)	949.4	686.2
2	Відображено на позабалансовому рахунку вартість застави, одержаної в забезпечення придбаних вимог	06.1	-
3	Відображено витрати, пов'язані з випуском та розміщенням забезпечених облігацій	371	311
		522	371
4	На поточний рахунок отримано кошти за реалізовані облігації:		
	- у сумі номінальної вартості облігацій;	311	521
	- у сумі премії	311	522



1	2	3	4
5	Визнано придбані вимоги сек'юритизованими:		
	- у частині вимог, які підлягають погашенню протягом дванадцяти місяців з моменту реалізації облігацій;	322.1	321
	- у частині вимог, термін погашення яких перевищує дванадцять місяців	185	321
6	Відображено оплату послуг керуючої компанії	92.1 685.1	685.1 311
7	Відображено оплату послуг з ведення бухгалтерського обліку	92.2 685.2	685.2 311
8	Відображено оплату послуг обслуговуючого агента (сервісера)	949 685.3	685.3 311
9	Нараховано відсотки за сек'юритизованими активами	322.2	706
10	Отримано кошти від дебіторів в рахунок погашення основної частини боргу	311	322.1
11	Отримано кошти від дебіторів в рахунок погашення нарахованих відсотків за сек'юритизованими активами	311	322.2
12	Визнано дохід у сумі нарахованої амортизації премії	522	719.1
13	Нараховано відсотки за випущеними облігаціями, забезпеченими сек'юритизованими активами	906	684
14	З поточного рахунка погашено заборгованість за нарахованими відсотками за облігаціями	684	311
15	Переведено заборгованість за довгостроковими облігаціями до складу поточної	521	611
16	Відображено нарахування резерву сумнівних боргів за сек'юритизованими активами	944.1	38.1
17	Нараховано резерв для покриття недостатності надходжень за цінними паперами	949.2	479

Наведений порядок облікового відображення господарських операцій, зумовлених процесом сек'юритизації активів, підкреслює специфіку бухгалтерського обліку діяльності SPV як спеціально створеного посередника між ініціатором сек'юритизації та інвесторами для емісії цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами.

Також зупинимось на методичних аспектах облікового відображення емісії цінних паперів, здійснюваної SPV-фондом.

Бухгалтерський облік операцій і результатів діяльності SPV-фонду ведеться з дня його створення (реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку регламенту фонду) та внесення відомостей про пайовий інвестиційний фонд до Єдиного державного реєстру інститутів спільного інвестування) до його ліквідації.

Реєстрація випуску інвестиційних сертифікатів SPV-фонду (формування та збільшення капіталу SPV-фонду, яке здійснюється шляхом випуску інвестиційних сертифікатів цього фонду) в сумі номінальної вартості зареєстрованих інвестиційних сертифікатів, відображається на субрахунку 402 «Пайовий капітал» рахунку 40 «Зареєстрований (пайовий) капітал», на підставі відомостей про отримання свідоцтва про реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів венчурного фонду [180].

При цьому, номінальна вартість зареєстрованих, але не розміщених інвестиційних сертифікатів SPV-фонду відображається на рахунку 46 «Неоплачений капітал».

При первинному розміщенні інвестиційних сертифікатів SPV-фонду, після набуття права власності на розміщені інвестиційні сертифікати, сума відображеного неоплаченого капіталу зменшується на суму коштів, отриманих в їх оплату від інвесторів у розмірі номінальної вартості інвестиційних сертифікатів.

У разі розміщення інвестиційних сертифікатів SPV-фонду:

- за ціною вище номінальної вартості, отриманий емісійний дохід (сума перевищення ціни розміщення над номінальною вартістю) відображається на субрахунку 421 «Емісійний дохід» рахунку 42 «Додатковий капітал»;

- за ціною нижче номінальної вартості різниця між номінальною вартістю та ціною розміщення інвестиційних сертифікатів фонду відноситься на зменшення залишку субрахунку 421 «Емісійний дохід» рахунку 42 «Додатковий капітал». Сума різниці між номінальною вартістю та ціною розміщення цих цінних паперів, непокрита залишком субрахунку 421 «Емісійний дохід» рахунку 42 «Додатковий капітал», відображається на субрахунку 442 «Непокриті збитки» рахунку 44 «Нерозподілені прибутки (непокриті збитки)».

Активи SPV-фонду визнаються за умови відповідності критеріям визнання. Згідно з Концептуальною основою фінансової звітності, актив визнається, коли є ймовірним надходження майбутніх економічних вигід і актив має собівартість або вартість, яку можна достовірно виміряти.

Первісне визнання, первісна оцінка, подальша оцінка відповідних активів та припинення їх визнання визначаються відповідними МСФЗ.

Згідно з МСФЗ 9 «Фінансові інструменти» під час первісного визнання фінансового активу він оцінюється за справедливою вартістю. Справедливою вартістю фінансового інструмента при первісному визнанні є, як правило, ціна операції.

Фінансові активи, що перебувають в активах ІСІ, класифікуються як такі, що оцінюються у подальшому:

- за справедливою вартістю, з відображенням результату переоцінки у прибутку або збитку;

- за амортизованою собівартістю, якщо виникають умови, передбачені параграфом 4.1.2 МСФЗ 9.

Витрати на операцію, які прямо відносяться до придбання фінансового активу, не включаються до їх вартості при первісній оцінці для фінансових активів, які класифікуються як такі, що оцінюються за справедливою вартістю.

Дохід за фінансовим активом, що оцінюється за справедливою вартістю (переоцінка), визнається у прибутку або збитку.

Переоцінка активів ІСІ та відображення її результатів у бухгалтерському обліку здійснюється з періодичністю, передбаченою обліковою політикою КУА, що повинна враховувати вимоги встановлені для розрахунку вартості чистих активів згідно зі статтею 49 Закону України «Про інститути спільного інвестування» та нормативно-правовими актами НКЦПФР.

Для фінансового активу, який оцінюється за амортизованою собівартістю, прибуток або збиток визнається у прибутку чи збитку, коли припиняється визнання або зменшується корисність фінансового активу, а також у процесі амортизації чи проведенні його перекласифікації. Балансова вартість перераховується шляхом обчислення теперішньої вартості попередньо оцінених майбутніх грошових потоків за первісною ефективною ставкою відсотка фінансового інструмента, або, якщо це можливо, за переглянутою ставкою відсотка. Коригування вартості фінансового активу, що класифікується як такий, що оцінюється за амортизованою собівартістю, відображається в обліку на рахунку «Інші фінансові доходи»/«Інші фінансові витрати».

Стосовно компанії з управління активами (КУА), то вона складає окрему фінансову звітність за результатами власної діяльності та діяльності зі спільного інвестування кожного із створених нею пайових інвестиційних фондів, у т.ч. SPV-фонду. Відповідно, КУА відображає результати операцій, пов'язаних з нарахуванням та виплатою дивідендів за інвестиційними сертифікатами створеного нею SPV-фонду, на балансі такого фонду.

Таким чином, проаналізувавши існуючі підходи до відображення господарських операцій, пов'язаних з випуском забезпечених активами цінних паперів, виявлено необхідність розробки методичного підходу до бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів у емітента таких цінних паперів. З огляду на зазначене було розроблено пропозиції щодо удосконалення методичного підходу до бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів у SPV шляхом поглиблення та розширення системи аналітичного обліку, що дозволяє сформувати інформаційну базу для потреб управління сек'юритизацією активів.

## Висновки до розділу 2

За результатами проведеного дослідження облікового забезпечення управління сек'юритизацією активів охарактеризовано організаційно-методичні засади відображення в бухгалтерському обліку операцій сек'юритизації активів як у її ініціатора, так і емітента забезпечених цінних паперів (SPV).

Для забезпечення виконання однієї з основних умов сек'юритизації активів – можливості відокремлення таких активів від іншого майна компанії – запропоновано рахунок 32 “Пул активів, що сек'юритизуються”, призначений для обліку процесу формування пулу активів з придатної для сек'юритизації дебіторської заборгованості, реалізації відібраних активів SPV та погашення дебіторської заборгованості, включеної до пулу сек'юритизованих активів.

Постійне упорядкування та удосконалення облікового відображення операцій сек'юритизації активів забезпечується розвитком організаційних положень бухгалтерського обліку. Враховуючи особливості механізму класичної сек'юритизації активів та інформаційні потреби її учасників, розроблені рекомендації з удосконалення організаційно-технічної і методичної складових облікової політики оригінатора та SPV в частині критеріїв відбору активів до сек'юритизаційного пулу, порядку документального забезпечення, системи аналітичних рахунків і пакету внутрішньої звітності щодо таких операцій.

Оскільки однією з основних вимог структурування SPV є обмеженість у здійсненні різних видів діяльності, що зумовлює відсутність штату працівників, то постає необхідність делегування здійснення окремих бізнес-процесів SPV стороннім організаціям (зокрема, таких як управління активами, обслуговування пулу активів, перерахування коштів власникам цінних паперів, ведення бухгалтерського обліку тощо). Зазначене дозволило обґрунтувати важливість та необхідність використання в діяльності SPV бухгалтерського аутсорсингу, який передбачає повне ведення бухгалтерського обліку зовнішнім суб'єктом.

Діючі підходи до організації бухгалтерського обліку на умовах аутсорсингу не враховують специфіки створення і функціонування SPV. Тому в контексті розвитку організаційних питань облікового забезпечення діяльності SPV у монографії запропоновано ключові критерії вибору зовнішніх суб'єктів ведення бухгалтерського обліку та визначено порядок застосування бухгалтерського аутсорсингу в діяльності SPV. Належним чином скоординована робота усіх виконавців бізнес-процесів SPV в частині їх інтеграції з бухгалтерським обліком є чинником, який впливає на досягнення цілей SPV та ефективності процесу сек'юритизації активів в цілому.

Запропонований підхід до бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів містить специфіку облікового відображення «дійсного продажу» пулу активів, що сек'юритизуються, та випуску цінних паперів, забезпечених такими активами, а також визначає облікові процедури при відображенні витрат на обслуговування сек'юритизованих активів та емітованих цінних паперів.

## Розділ 3 АНАЛІЗ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ

### 3.1. Фінансовий аналіз ініціатора сек'юритизації активів

У країнах, де ринок сек'юритизації динамічно розвивається протягом кількох останніх десятиліть, представляючи його учасникам ефективний інструмент диверсифікації джерел фінансування та ризиків вкладення в різні активи, з'явилися нові види фінансових інструментів, був забезпечений доступ на ринок нових учасників, що сприяло розширенню і поглибленню світового ринку капіталу, а також дало новий імпульс розвитку глобальної фінансової індустрії. Зокрема, сьогодні потенційними ініціаторами сек'юритизації виступають великі енергетичні та телекомунікаційні, газові, вугільні і нафтові компанії, тобто так звані капіталомісткі виробництва, які не можуть обходитися без позикових коштів, і для яких введення такої схеми різко знизило б вартість ресурсів.

Сек'юритизація активів є достатньо складним і дороговартісним, однак високоефективним фінансовим механізмом. Його застосування дозволяє диверсифікувати джерела фінансування, значно підвищити рівень ліквідності, а також ефективно управляти структурою балансу.

При цьому, слід враховувати, що позабалансова і балансова сек'юритизація по-різному впливають на фінансово-майновий стан компанії-оригінатора і, перш за все, це відображається на таких показниках, як валюта балансу, склад і структура активів і пасивів, показники ліквідності і фінансової стійкості; показники фінансових результатів і рентабельності, а також показники ділової активності.

У будь-якому випадку, як позабалансова, так і балансова сек'юритизація активів, насамперед являються механізмом фінансування. Зокрема, за своєю економічною природою балансова сек'юритизація (в т.ч. синтетична) моделює наслідки традиційної, однак, незважаючи на це, між ними спостерігається принципова різниця (табл. 3.1).

Зрозуміло, що головною відмінністю є спосіб розміщення пулу активів, тобто здійснюється або ні списання відповідних активів з балансу ініціатора сек'юритизації, що власне кажучи, і вплинуло на назву цих видів сек'юритизації. Більшість угод балансової сек'юритизації виявляються дешевшими порівняно з традиційною (позабалансовою) у зв'язку з тим, що, як правило, реалізуються без створення SPV. До того ж, позабалансова сек'юритизація має багато правових обмежень і тому коштує дорожче балансової. Крім того, вибір тієї чи іншої сек'юритизації безпосередньо впливає на рейтинг цінних паперів, так як їх емітенти будуть різні суб'єкти, ступінь передачі ризиків, а також на показники фінансово-майнового стану компанії.

Таким чином, оскільки схема позабалансової сек'юритизації передбачає, що передані SPV активи заміщуються грошовими коштами від реалізації цінних паперів, забезпечених цими ж активами, то відповідно, значні зміни у вартості активів компанії-оригінатора не відбувається, змінюється лише їх структура (рис.3.1).

**Порівняльний аналіз балансової і позабалансової сек'юритизації активів\***

Критерій порівняння	Вид сек'юритизації	
	Позабалансова	Балансова
Розміщення пулу активів	Списується з балансу оригінатора	На балансі оригінатора
Емітент цінних паперів	SPV	Оригінатор, SPV
Джерело платежів за основним боргом і відсотками	Грошовий потік, генерований від списаного з балансу пулу активів	Пул активів (грошовий потік емітента)
Відповідальність оригінатора	В рамках покриття за кредитами і додатковим забезпеченням	Відповідає власним капіталом
Банкрутство оригінатора	Не впливає на погашення зобов'язань	Держателі облігацій мають пріоритетне право задоволення своїх вимог
Кредитний рейтинг цінних паперів, що випускаються	Високий рейтинг залежить від кредитної якості сек'юритизованих активів	Повністю залежить від рейтингу оригінатора
Носій кредитного ризику	Інвестор, забезпечувачі, SPV	Емітент
Носій ризику дострокового погашення	Інвестор	Емітент

\* Складено автором на основі узагальнення матеріалів: [1]; [26]; [199]; [266]

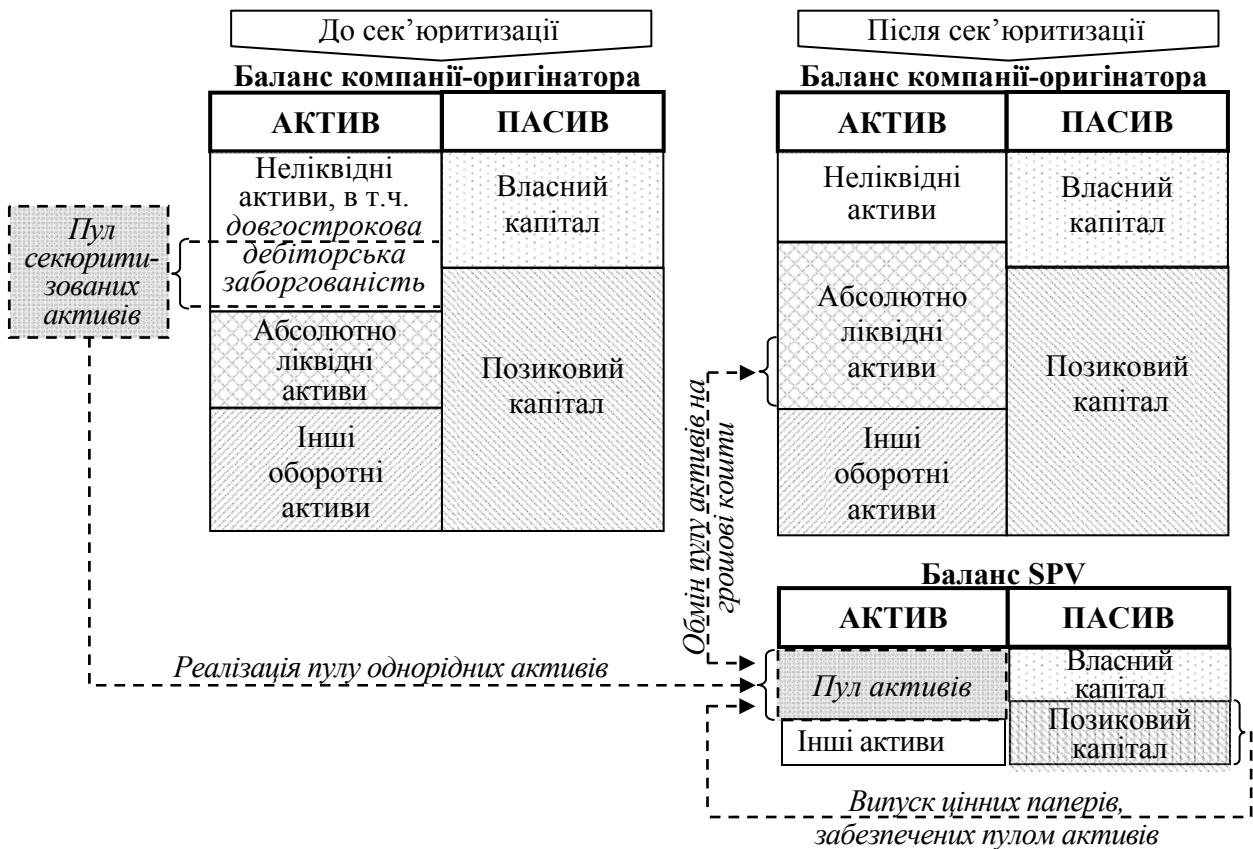
Відповідно, відокремлення активів з метою зниження ризиків можливе при виконанні таких основних умов, як: використання схеми «true sale», захищеність від банкрутства, мінімальний розмір власного капіталу SPV, а також відсутність консолідації між оригінатором і SPV.

При використанні балансової сек'юритизації вартість активів компанії-оригіатора, що виступає також емітентом цінних паперів, збільшується, відбуваються зміни їх структури через збільшення ліквідних засобів, отриманих від реалізації таких цінних паперів (рис.3.2).

Іншими словами, функції оригіатора відображаються в активній частині балансу компанії, а функції емітента цінних паперів – в пасивній.

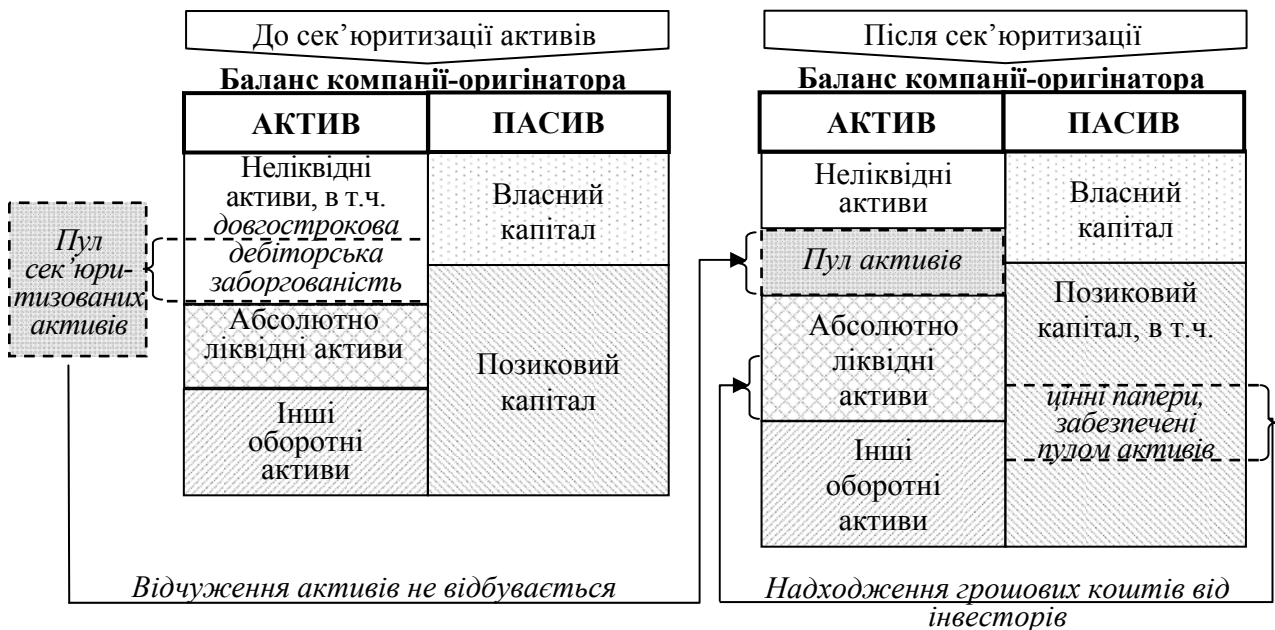
Враховуючи вказане, можна зробити висновок, що позабалансова і балансова сек'юритизація по різному впливає на фінансово-майновий стан компанії-оригіатора і, перш за все, це відображається на таких показниках, як валюта балансу, склад і структура активів і пасивів, показники ліквідності і фінансової стійкості; показники фінансових результатів і рентабельності, а також показники ділової активності (табл.3.2).

Вочевидь, значні зміни валюти балансу і структури його пасивів відбуваються саме при здійсненні балансової сек'юритизації, при якій валюта балансу компанії-оригіатора зростає на суму засобів, залучених в результаті емісії цінних паперів забезпечених її активами. Відбувається розширення ресурсної бази. Відповідно, росте і вартість залученого капіталу і його частка в структурі пасивів.



**Рис. 3.1 Вплив позабалансової сек'юритизації на показники балансу\***

\* Сформовано на основі [26]



**Рис. 3.2 Вплив балансової сек'юритизації на показники балансу\***

\* Сформовано на основі [26]

**Зміна основних фінансових показників компанії під впливом сек'юритизації її активів**

Напрямок аналізу	Види сек'юритизації	
	Позабалансова (класична)	Балансова
1	2	3
<b>Оцінка майнового потенціалу</b>		
Валюта балансу	Відбуваються незначні зміни на величину різниці між балансовою та реалізаційною вартістю сек'юритизованих активів	Збільшується на суму випуску цінних паперів, забезпечених відповідними активами
Величина і структура активів	Активи з низькою ліквідністю замінюються абсолютно ліквідними активами (грошовими коштами), що призводить до збільшення частки ліквідних активів (грошових коштів) і зменшення частки неліквідних активів (довгострокової дебіторської заборгованості або поточної)	Обсяг активів збільшується на суму грошових коштів, залучених при випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами, що призводить до збільшення частки ліквідних активів
Величина і структура пасивів	Можуть бути незначні зміни відносно величини пасивів за рахунок різниці між балансовою та реалізаційною вартістю сек'юритизованого пулу активів. Крім того, засоби, одержані від сек'юритизації, можуть бути використані для погашення існуючих зобов'язань	Збільшується сума позикового капіталу і, відповідно, його частка, а також знижується питома вага власного капіталу
<b>Оцінка фінансового потенціалу</b>		
Показники ліквідності	Збільшуються	Збільшуються за рахунок довгострокового залучення ресурсів
Показники фінансової стійкості	Практично не змінюються, але може бути зменшене співвідношення позикових і власних засобів в тій мірі, в якій засоби, отримані від сек'юритизації, можуть бути використані для погашення існуючих зобов'язань	Знижуються за рахунок збільшення позикового капіталу
<b>Оцінка розвитку і результативності діяльності компанії</b>		
Показники ділової активності	Збільшується оборотність активів, зокрема, грошових коштів, дебіторської заборгованості. Спостерігається виконання умов «золотого правила економіки»	Може спостерігатися тенденція як росту, так і спаду оборотності активів, що залежить від темпів росту одержаних доходів, фінансових результатів і вартості активів, зокрема, оборотних
Показники ефективності	Фінансові результати збільшуються за рахунок розміщення отриманих фінансових результатів під визначену доходність	
	Зростають показники рентабельності, зокрема, рентабельність операційної діяльності, рентабельність активів (ріст фінансових результатів при незмінній вартості активів веде до росту рентабельності активів) тощо	Показники рентабельності зростають, якщо темпи росту фінансових результатів перевищують темпи росту відповідних витрат, активів



Відносно складу і структури активів компанії варто відмітити, що в умовах класичної сек'юритизації активи з низькою ліквідністю (наприклад, довгострокова дебіторська заборгованість) замінюються абсолютно ліквідними активами – грошовими коштами, отриманими від продажу сек'юритизованих активів, що, в свою чергу, тягне за собою збільшення частки ліквідних активів і, відповідно, зменшення частки неліквідних активів. При здійсненні балансової сек'юритизації також збільшується обсяг ліквідних активів за рахунок грошових коштів, отриманих в результаті емісії компанією цінних паперів, забезпечених її активами. В обох випадках збільшується частка ліквідних активів, що, закономірно, призводить до покращення в цілому показників ліквідності.

Крім того, застосування механізму сек'юритизації активів здійснює позитивний вплив на величину фінансових результатів і показники рентабельності. Зокрема, в умовах балансової сек'юритизації компанія-оригінація, залучає додатковий капітал, отримує фінансові ресурси, розміщені під відповідний відсоток доходності, що, відповідно, збільшує показники фінансових результатів.

Якщо говорити про класичну позабалансову сек'юритизацію активів, то при реалізації пулу активів, які приносили регулярний дохід, компанія-оригінація його втрачає. Однак, в більшості випадків, оригінація продовжує обслуговувати платежі, що надійшли від боржників, за що отримує фіксований відсоток від надходжень. Також варто відмітити, що схема класичної сек'юритизації використовується для того, щоб розмістити отримані фінансові ресурси з більш високою доходністю, ніж отримуваний регулярний дохід.

Таким чином, отримуючи грошові кошти, підприємство має можливість направляти їх на реалізацію нових відносин, в тому числі на отримання додаткового прибутку у вигляді різниці між відсотками за активами і цінними паперами, що в свою чергу, сприяє росту оборотності засобів.

Також сек'юритизація активів здійснює безпосередній вплив на формування доходів і витрат, оскільки її механізм передбачає управління потоками платежів, які супроводжуються сплатою і стягуванням комісій, а також сплатою і одержанням відсоткових платежів.

Продовжуючи далі розгляд питання, варто зазначити, що середньозважені витрати на сек'юритизацію активів можуть бути нижчими, ніж поточні витрати на залучення фінансування через банки або на інші види позик. Власне, використання механізму позабалансової сек'юритизації дозволяє знизити вартість фінансування за рахунок розмежування ризику оригінація від ризику активів, а також при умові, що кредитна якість активів, які приймають участь в сек'юритизації, вища, ніж кредитна якість балансу оригінація в цілому.

Зазначене позитивно впливає на такі фінансові показники, як середньозважена вартість капіталу (weighted average cost of capital – WACC), прибутковість (рентабельність) активів (return on assets – ROA) та прибутковість (рентабельність) власного капіталу (return on equity – ROE).

Зокрема, скорочення відсоткових платежів зумовлює зростання чистого відсоткового доходу, що за інших рівних умов має призвести до збільшення чистої відсоткової маржі (Net Interest Margin). Крім того, очікуване скорочення

вартості фінансування одночасно зі скороченням обсягу активів шляхом їх продажу спричиняє збільшення прибутковості активів (ROA). Наслідком скорочення необхідного капіталу і збільшення чистого прибутку є зростання показника прибутковості власного капіталу (ROE).

Щодо показника WACC, то за умов позабалансової сек'юритизації можна досягти поліпшення даного показника, оскільки пул активів може виявитися більш високої якості, ніж всі активи компанії в цілому, і випуску буде надано кредитний рейтинг вище корпоративного. За рахунок цього можна буде знизити середню вартість позикових коштів. Показник WACC враховується при розрахунку вартості компанії в якості дисконтного фактора. Тому, зниження вартості позикового капіталу при зростанні фінансових результатів дозволяє досягти збільшення вартості компанії. У випадку з єврооблігаціями і синдикованим кредитом даний показник залишається незмінним, оскільки вартість залучення позикових коштів відображає кредитний рейтинг (кредитний ризик) всієї компанії в цілому і відповідає вартості позикових коштів компанії.

Мітін Є.А. [136] стверджує, що сек'юритизація активів в кредитних установах має безпосередній вплив на фінансові потоки. Останні, в свою чергу, можуть бути розраховані і спрогнозовані з визначеною точністю, а також включені у фінансовий результат, і можуть бути розподілені на відсоткові доходи, комісійні доходи і адміністративні доходи. При цьому, до відсоткових доходів вчений відносить суму перевищення надходжень відсоткових платежів від клієнтів по сек'юритизованих активах над витратами на задоволення вимог інвесторів за випущеними цінними паперами і комісій учасників угоди. Додаткових відсоткових витрат не виникає, оскільки надходження відсоткових платежів відбувається по кредитах, які були сек'юритизовані, і їх розподіл, відповідно, не відноситься на витрати компанії-оригінатора.

Відповідно, комісійні доходи від угод сек'юритизації активів формуються за рахунок виконання компанією-оригінатором функцій обслуговуючого агента, представлення інтересів емітента цінних паперів в судових органах у випадку прострочення за кредитами. Крім того, за рахунок видачі нових кредитів, які фінансуються засобами проведеної сек'юритизації, компанія-оригінатор отримує додаткові комісії. Однак, для організації самого процесу сек'юритизації активів її ініціатор несе багато господарських (адміністративних) витрат: оплата послуг рейтингових і консультаційних агентств при структуруванні угоди, залученні додаткового персоналу, а також впровадження складних інформаційних систем.

Досить часто сек'юритизація активів використовується для покращення показників капіталізації кредитних організацій. Так, у відповідності з діючими міжнародними правилами, при розрахунку показників достатності банківського капіталу враховується величина кредитного ризику за різними статтями активів банківського балансу. Таким чином, використання механізму класичної сек'юритизації для банків, які відчувають нестачу власних засобів, дозволяє знизити частку активів з підвищеним ризиком.

Крім того, сек'юритизація банківських активів сприяє покращенню різних фінансових співвідношень (оборотність капіталу, відношення зобов'язань до власного капіталу, доходність на власний капітал), зниженню нормативних вимог по відношенню мінімального розміру капіталу, а також більш ефективному використанню капіталу і диверсифікації джерел фінансування. Цей фінансовий механізм допомагає банку отримувати додатковий дохід за рахунок підвищення доходності банківських операцій і знизити вартість позик. Підвищується операційна ефективність. У силу того, що іпотечні цінні папери відносяться до категорії низько ризикових, ставка купону за іпотечними цінними паперами зазвичай невисока, вона може бути навіть нижче відсотка за міжбанківським кредитом, що забезпечує доступ до більш дешевих грошей.

Із наведеного вище зрозуміло, що в цілому як позабалансова, так і балансова модель сек'юритизації активів здійснює позитивний вплив на фінансові показники компанії-оригінатора. Загалом, сек'юритизація активів дозволяє рефінансувати діяльність її ініціатора, зменшити та перерозподілити його ризики, пов'язані з такими активами, а також управляти рівнем ліквідності активів за рахунок зміни їх структури.

На українському фінансовому ринку спостерігається лише початок використання сек'юритизації як інноваційної техніки фінансування, причому ініціаторами, практично у всіх випадках, виступали банківські установи, а предметом сек'юритизації – іпотечні кредити (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

**Статистика угод українських оригінаторів\***

<i>Найменування оригінатора</i>	<i>Рік</i>	<i>Сума емісії</i>	<i>Вид сек'юритизації</i>	<i>Вид активу</i>	<i>Фінансовий інструмент</i>
ПАТ КБ «Приватбанк»	2007	180 млн. дол.	Позабалансова, SPV в Лондоні	Іпотечні кредити	RMBS (цінні папери, забезпечені житловою іпотекою)
ПАТ «Укргазбанк»	2007	10 млн. дол. (50 млн. грн.)	Балансова	Іпотечні кредити	СВ (забезпечені облігації)
ПАТ КБ «Приватбанк»	2008	104 млн. дол.	Позабалансова, SPV в Лондоні	Автокредити	ABS (цінні папери, забезпечені активами)
ПАТ КБ «Хрещатик»	2008	14,7 млн. дол. (70 млн. грн.)	Балансова	Іпотечні кредити	RMBS
Державний іпотечний заклад	2008	2,5 млн. дол.	Балансова	Іпотечні кредити	СВ (забезпечені облігації)
ПАТ «Лізинг ІТ»	2008	100 млн.грн.	Позабалансова	Лізингові активи	ABS (цінні папери, забезпечені активами)
АТ «Ощадбанк» через дочірню іпотечну компанію ПАТ «Агентство по рефінансуванню житлових кредитів»	2013	62 млн. дол (500 млн. грн.)	Балансова	Іпотечні кредити	СВ (забезпечені облігації)

\* Сформовано на основі [71;105]

Так, перша операція сек'юритизації була проведена Приватбанком у 2007 році на суму 180 млн. дол. США і включала близько 10 тис. іпотечних кредитів, виданих у доларах США фізичним особам у різних областях України. Іпотечний пул був проданий спеціально створеній іноземній іпотечній компанії Ukraine Mortgage Loan Finance No.1, заснованій за законодавством Англії та Уельсу. Боргові зобов'язання отримали інвестиційні рейтинги від міжнародних рейтингових компаній: за старшим траншем від агентства Moody's та від Fitch за другим.

Успішним прикладом вітчизняної балансової сек'юритизації став випуск у 2007 році емісії звичайних іпотечних облігацій ВАТ АБ «Укргазбанк» на суму 50 млн. грн. Вказані облігації знаходилися у вільному обігу на фондовому ринку, вони були забезпечені правами вимоги по раніше виданим банком іпотечним кредитам, а кошти, отримані від позичальників були використані для виплат доходу власникам облігацій.

Особливістю даної операції сек'юритизації було те, що всі її учасники були вітчизняними установами. Управителем іпотечного покриття виступив АКБ «ХФБ Банк Україна», а кредитний рейтинг «ua BBB +» даній угоді присвоїло Українське рейтингове агентство «Кредит-рейтинг». Облігації були емітовані із процентною ставкою 10,5% річних, терміном на 3 роки. Номінальна вартість однієї облігації склала 1000 грн. Іпотечним покриттям був сформований пул із 393 іпотечних кредитів, що визначило коефіцієнт покриття у розмірі 89% [33, с. 216].

У 2008 році ПАТ КБ «Хрещатик» здійснив наступну в Україні синтетичну сек'юритизацію на суму 70 млн. грн. (14,7 млн. дол.) із терміном погашення 3 роки. Дана емісія була врегульована вітчизняним законодавством. Рейтингове агентство Fitch Ratings присвоїло цій угоді рейтинг «B +», що на момент укладення угоди було вищим показником відносно рейтингу самого емітента «B -». Пospрияло підвищенню рейтингу емітованих облігацій відносно рейтингу банку на два пункти те, що сума забезпечення була вища легалізованого мінімуму 11,1% та переважає право власників облігацій на пул активів. Попри це, даний рейтинг, як і для облігацій, так і для емітента, є достатньо низьким, що було зумовлено незбалансованістю активів та пасивів банку за строками. У своєму звіті рейтингове агентство Fitch Ratings зазначило, що існує невідповідність грошового потоку амортизації активів, що слугують забезпеченням, і погашення забезпечених облігацій, яка, в свою чергу, не компенсується наявністю ліквідних активів або будь-яким іншим механізмом. Так, станом на 1 серпня 2008 року ПАТ КБ «Хрещатик» сформував пул активів із 403 кредитів на суму заборгованості клієнтів 80,6 млн. грн. З них житлові кредити становили 86,6%, проте відповідно до вітчизняного законодавства, у сформованому пулі забезпечення житлових позик повинно бути не більше, ніж 75% [278].

Знаковим для українського фінансового ринку був випуск у 2008 році облігацій сек'юритизованого лізингового портфеля обсягом 15 000 000 грн. (при розміщенні облігацій з подальшим збільшенням за рахунок

реінвестування спреду). Насамперед, це була перша в Україні сек'юритизація активів небанківської установи; по-друге, це вперше класичну сек'юритизацію було проведено на внутрішньому ринку, тобто випуск облігацій здійснювала спеціально створена вітчизняна компанія ТОВ «Лізинг ІТ-СПВ», у Статуті якої були передбачені обов'язкові атрибути, характерні для класичної сек'юритизації (обмеження видів діяльності емітента, наявність спеціального органу управління, неможливість банкрутства та ліквідації емітента до моменту закінчення взаєморозрахунків з усіма кредиторами (власниками облігацій) та підтвердження відповідного рішення їх зборами). Предметом сек'юритизації був фінансовий лізинг ІТ-обладнання та реалізація товарів в розстрочку для малого та середнього бізнесу (МСБ) (10 % портфелю), а також фізичних осіб (90 % портфелю).

Випуск структурований як сек'юритизація з реальним продажем фінансових активів компанії спеціального призначення, з подальшою можливістю поповнення пулу активів новими лізинговими угодами. Лізингові активи перебували на відокремленому балансі і були основним забезпеченням випущених облігацій. При цьому, не зважаючи на значний надлишковий спред прибутковості по портфелю переданих лізингових активів, зобов'язання емітента за облігаціями серії А були додатково забезпечені поручительством оригінатора – ЗАТ «Лізинг ІТ»<sup>18</sup>. Сек'юритизація була револьверною, тобто лізингові платежі, що надходили, використовувалися на фінансування нових угод для заповнення портфеля.

Остання операція сек'юритизації була здійснена у 2013 році Ощадбанком через дочірню іпотечну компанію Агентство по рефінансуванню житлових кредитів (АРЖК), яка випустила дві серії іпотечних облігацій за українським законодавством, на загальну суму 500 млн. грн.

Таким чином, з 2007 р. по 2013 р. було проведено лише 7 операцій сек'юритизації, з яких 4 мали балансовий характер фінансування і 3 – позабалансовий, при цьому, було здійснено дві транскордонні сек'юритизації і лише одну зі створенням вітчизняного SPV. Крім того, в 6-ти випадках сек'юритизувалися банківські активи, у т.ч.: 5 разів – іпотечні кредити і лише 1 раз – автокредити. Також один раз мала місце сек'юритизація активів лізингової компанії.

Як бачимо, в Україні рівень використання сек'юритизації як інструменту фінансування і досі знаходиться на етапі зародження, що стримує можливість адаптування досить багатого зарубіжного досвіду і це при тому, що вітчизняні компанії (як фінансові, так і не фінансові) мають значний фінансовий потенціал. Зокрема, потенційними оригінаторами можуть виступати, окрім комерційних банків, лізингові та факторингові компанії, а також різні кредитні установи.

---

<sup>18</sup> Сайт компанії ПрАТ «Лізинг ІТ». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.leaseit.com.ua/>

Так, за даними Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг<sup>19</sup> протягом 2014 року фінансовими компаніями та юридичними особами, які не мають статусу фінансових установ, але можуть згідно із законодавством надавати фінансові послуги, укладено 8966 договорів фінансового лізингу на суму 7438,4 млн. грн. Вартість чинних договорів фінансового лізингу станом на 31.12.2014 становить 58,6 млрд. грн. При цьому, близько 99,9% усіх послуг фінансового лізингу надається юридичними особами – суб'єктами господарювання, які не є фінансовими установами (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

**Інформація щодо вартості договорів фінансового лізингу та їх кількості, укладених юридичними особами та фінансовими компаніями за 2012 –2014 рр. \***

Період	Вартість договорів фінансового лізингу, укладених за період, млн. грн.		Кількість договорів фінансового лізингу укладених за період, од.		Вартість діючих договорів фінансового лізингу**, млн. грн.	Кількість діючих договорів фінансового лізингу**, од.
	юридичними особами	фінансовими компаніями	юридичними особами	фінансовими компаніями		
2012 р.	14 708,8	1,7	10 826	6	41 528,8	22 010
2013 р.	31 536,6	16,5	11 051	32	67 099,5	25 052
2014 р.	7181,0	257,4	8 940	26	58 304,1	27 348

\* Сформовано на основі [20]; \*\* Укладені нефінансовими компаніями станом на 31.12

За підсумками 2014 року найбільшими споживачами лізингових послуг були:

- транспортна галузь, вартість договорів становить 36642,1 млн. грн., (станом на 31.12.2013 – 48158,6 млн. грн., зменшення на 23,9 % (11516,5 млн. грн.));
- сільське господарство, вартість договорів становить 11233,1 млн. грн. (станом на 31.12.2013 – 9416,3 млн. грн., ріст на 19,3 % (1 816,8 млн. грн.));
- будівництво, вартість договорів становить 1975,6 млн. грн. (станом на 31.12.2013 – 1 869,0 млн. грн., збільшення на 5,7 % (106,6 млн. грн.))<sup>21</sup>.

Крім того, станом на 31.12.2014 в Державному реєстрі фінансових установ міститься інформація про 264 фінансові компанії, які мають право надавати послуги факторингу. Протягом 2014 року фінансові компанії уклали 17671 договір факторингу на загальну суму 23525,7 млн. грн., виконали 18239 договорів на суму 15339,9 млн. грн. Діючими на кінець 2014 року залишалось 6813 договорів факторингу. За результатами 2014 року порівняно з відповідним періодом 2013 року відбулося збільшення на 134,3 % (13486,2 млн. грн.)

<sup>19</sup> Річний звіт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг за 2014 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/content/rzviti-nackomfinposlug.html>

<sup>20</sup> Там же

<sup>21</sup> Річний звіт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг за 2014 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/content/rzviti-nackomfinposlug.html>

операцій факторингу. Проте факторингові активи залишаються перспективною для українського ринку сек'юритизації активів.

Вочевидь, найбільшого поширення в Україні набула сек'юритизація іпотечних кредитів, яка має балансовий характер фінансування, що насамперед пов'язане з правовими обмеженнями. Зокрема, прийнятий Закон України «Про іпотечні облигації» регламентує лише сек'юритизацію іпотечних позик. Крім того, згідно вказаного закону теоретично може бути створена спеціалізована іпотечна установа, яка здійснить випуск структурованих іпотечних облигацій, однак перешкодою її створення є несприятливий режим оподаткування, проблеми із управлінням та веденням бухгалтерського і податкового обліку.

У розвиток зазначеного, Зав'ялова І.В. звертає увагу на складність та неоднозначність в оподаткуванні та веденні бухгалтерського обліку [76, с. 42], що пов'язано з відсутністю повноцінної нормативної бази, та, відповідно, зумовлює додаткові податкові ризики таких транзакцій, а також збільшує витрати оригінатора зі структурування сек'юритизаційної угоди. Зокрема, діючий Податковий кодекс не містить статей, які прямо регулюють оподаткування угод сек'юритизації активів. Крім того, Дорошенко А.А. [49, с. 157-161] вказує на відсутність ефективної ринкової інфраструктури, низький рівень ризик-менеджменту, негнучку податкову систему, жорсткий валютний контроль, нестачу ліквідних фінансових інструментів, низький рівень стандартизації кредитів.

Таким чином, розвитку сек'юритизації активів в Україні перешкоджає цілий ряд факторів (рис. 3.3).

Таким чином, основною перепоною використання вітчизняними суб'єктами господарювання механізму сек'юритизації активів є нерозвинута законодавча база такого фінансового механізму, що ще більше підвищує ризики для інвесторів. Крім того, слід зазначити про недостатні обсяги однорідних активів, придатних для сек'юритизації; високі витрати на організацію і обслуговування випуску цінних паперів, забезпечених активами; відсутність інституційних інвесторів, зацікавлених у вкладенні капіталу в забезпечені цінні папери вітчизняних компаній, та відсутність кваліфікованих кадрів, які мають досвід чи знання щодо укладання подібних угод, а також обліково-аналітичного забезпечення операцій сек'юритизації активів.

Зазначене зумовлює необхідність прийняття спеціального закону про сек'юритизацію активів з детальним обґрунтуванням механізму її проведення. Зокрема, на законодавчому рівні потребують вирішення питання щодо:

- встановлення класів активів, які можуть бути рефінансовані за допомогою процесу сек'юритизації;
- уніфікації правил і критеріїв формування «еталонних» пулів для кожного виду активів, що підлягають сек'юритизації;
- розробки договірної бази;

- організаційно-правової форми SPV та неможливості його добровільного банкрутства і ліквідації, недопущення злиття з іншими установами чи реорганізації в іншій формі;
- режиму оподаткування такого фінансового механізму;
- положень бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів у її ініціатора та SPV.

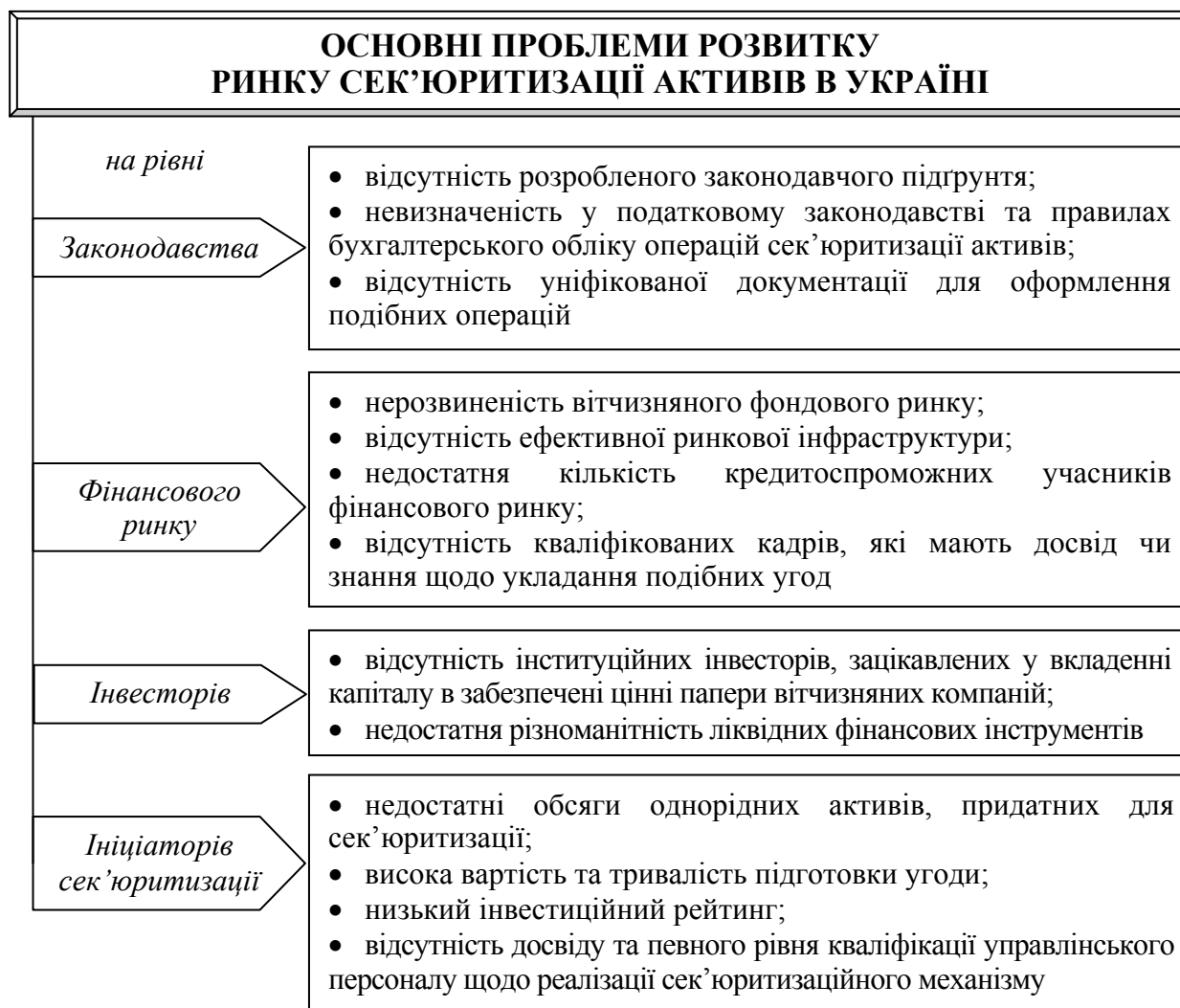


Рис. 3.3. Основні стримуючі фактори поширення сек'юритизації в Україні

### 3.2. Аналізу якості пулу активів у процесі сек'юритизації

Відібрані для сек'юритизації активи є фундаментом її механізму: потоки платежів і кредитні характеристики пулу таких активів<sup>22</sup> визначають якість емітованих цінних паперів і задають особливості структурування всього процесу сек'юритизації активів.

<sup>22</sup> Під активом пулу розуміємо право грошової вимоги до окремого позичальника, тобто дебіторську заборгованість окремого боржника за окремим договором



Попередній аналіз придатності активів для сек'юритизації дозволяє оцінити перспективу фінансування за її рахунок, тоді як обґрунтоване визначення критеріїв, ретельний відбір активів і якісна оптимізація пулу активів, призначених для сек'юритизації, дозволяють підвищити його якість і диверсифікувати ризики за рахунок належної концентрації активів, що, в свою чергу, сприяє спрощенню самої структури сек'юритизаційної угоди, зменшенню витрат на її організацію та, відповідно, значному зниженню вартості такого фінансування.

Дослідженню питань оцінки пулу сек'юритизованих активів присвячені праці Т.С. Новікової, Є.О. Павельєвої, А.Ю. Петровічева, А. Рижова, А.А. Толмачева, О.А. Фісюна та інших, проте предметом сек'юритизації в даних дослідженнях виступали іпотечні кредити і, відповідно, оцінювалися фактори притаманні іпотечному ринку.

Для забезпечення оптимізації сформованого пулу активів, що сек'юритизуються (далі – пул активів), та розвитку методичних аспектів оцінки його якості запропоновано наступні етапи аналізу:

- оцінка величини очікуваних втрат за пулом активів, що сек'юритизуються, та ймовірності дефолту;
- ідентифікація факторів, що впливають на дострокове погашення активів, що сек'юритизуються;
- оцінка параметрів сформованого пулу активів, що сек'юритизуються, на основі аналізу його структури та системи показників (розмір пулу активів, що сек'юритизуються; кількість активів, що сек'юритизуються; частка окремого активу в пулі активів, що сек'юритизуються; рівень прострочення платежів; рівень географічної концентрації; рівень галузевої концентрації; середньозважена відсоткова ставка; середньозважений вік пулу активів, що сек'юритизуються; середньозважений термін погашення активів, що сек'юритизуються; рівень дострокового погашення);
- моделювання майбутніх потоків платежів.

Результати такого аналізу дозволяють оцінити перспективу залучення фінансових ресурсів за рахунок сек'юритизації та є основою для прогнозування майбутніх потоків платежів.

Дотримання чітких критеріїв при відборі активів у пул дозволить створити певний захист від кредитних і платіжних ризиків, забезпечити контроль над видатками на обслуговування угоди в майбутньому.

Критерії відбору активів у пул для їх сек'юритизації можуть встановлюватися кожним оригінатором самостійно. Зокрема, до таких критеріїв доцільно віднести наступні:

- валюта;
- розмір активу;
- характер і розмір відсоткової ставки по боргу;
- розмір непогашеного залишку основного боргу;
- строк до погашення боргу;
- «вік» боргу;

- максимальний термін затримки платежів;
- кількість отриманих платежів;
- наявність застави;
- можливість дострокового погашення;
- можливість відступлення права вимоги;
- дотримання умови географічної диверсифікації боржників.

Після перевірки попередньо сформованого пулу на відповідність вищезгаданим критеріям, необхідно провести тестування на відповідність відібраного пулу критерію мінімально необхідному обсягу для проведення сек'юритизації активів. Якщо пул не задовольняє вимоги до встановленого критерію, то для формування пулу достатнього обсягу можна зробити визначені оригінатором критерії відбору менш жорсткими (наприклад, включати більш дрібні борги), однак це може призвести до зміни структури ризиків і потоку платежів, що генерується пулом активів.

Для аналізу сформованого для сек'юритизації пулу активів, насамперед, необхідно оцінити величину очікуваних втрат, що можна здійснити на основі використання коефіцієнтів WAFF та WALS.

WAFF (Weighted-Average Foreclosure Frequency) – це середньозважена частота обороту стягнення, що показує відсоток активів у пулі, які можуть стати дефолтними в умовах заданого сценарію [264].

WALS (Weighted-Average Loss Severity) – це коефіцієнт середньозваженої величини втрат, що відображає середню величину втрат, які прогнозуються при дефолті одного активу в пулі та розраховується у відсотках від непогашеної суми основного боргу по активу на день дефолту. Варто відзначити, що величина WALS перебуває в безпосередній залежності від ринкової ціни застави [264].

Крім того, для оцінки пулу активів можуть використовуватися так звані «штрафні» і «преміальні» коефіцієнти, які призначені для порівняння основних характеристик досліджуваного «нееталонного» пулу активів з відповідними показниками «еталонного» пулу, розробленого рейтинговим агентством.

На основі порівняння показників досліджуваного пулу активів з «еталонним» пулом можна зробити прогноз щодо величини втрат за пулом активів, що сек'юритизуються.

Розмір втрат за пулом активів (Losses – L) визначається як добуток коефіцієнтів WAFF та WALS:

$$L = WAFF \times WALS \quad (3.1)$$

Наприклад, якщо коефіцієнт WAFF = 13%, а коефіцієнт WALS = 25 %, то відсоток втрат у даному пулі буде дорівнювати  $L = 0,13 \times 0,25 = 0,033$  або 3,3 %. Тобто, очікувані втрати за сформованим пулом становлять 3,3 % і, відповідно, для їх покриття необхідно задіяти інструменти підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів на суму не менш 3,3 % від розміру пулу активів.

Якщо оригінатор має на меті отримати максимально можливий рейтинг, то пул активів повинен тестуватися в умовах підвищених вимог, тобто необхідно враховувати високий рівень очікуваних втрат. Зазначене зумовлене тим, що виплати за облігаціями з високим рейтингом повинні здійснюватися вчасно й у повному обсязі, навіть у випадках настання дефолту за облігаціями з більш низьким рейтингом.

Також при оцінці відібраної до пулу активів дебіторської заборгованості важливо дати оцінку ймовірності прострочення її повернення або настання дефолту, а також розміру збитків, які при цьому виникають.

З метою керування ризиком дефолту при ухваленні рішення про надання позики враховуються наступні характеристики позичальника й позики, що планується видати:

1. Відношення розміру позики (боргу) до вартості предмета застави (коефіцієнт LTV). Чим вище зазначений коефіцієнт, тим менша ймовірність того, що при дефолті боргу сума коштів, виручена від продажу предмета застави, буде більша витраток позичальника (кредитора) по наданій позиції.

2. Кредитна історія – для оцінки кредитного статусу позичальника, кредитори враховують наявність простроченої заборгованості за попередніми позиками, історію погашень і поточну платоспроможність.

3. Відношення розміру позики до доходу (PTI) – відношення ануїтетного щомісячного платежу за позику до суми щомісячного доходу позичальника. Чим більше коефіцієнт, тим більше боргове навантаження на позичальника, і відповідно, нижча його платоспроможність (кредитоспроможність). Очевидно, що профілі дострокового погашення позичальників, що витрачають 25% свого місячного доходу на обслуговування боргу ( $PTI=0,25$ ) будуть суттєво відрізнятися від профілю позичальника із  $PTI = 0,5$  [243, с. 178].

4. Ліквідні резерви визначаються зі співвідношення суми ліквідних активів позичальника й суми щомісячних платежів у погашення боргу (позики).

До інших важливих факторів відносять професію позичальника, термін дії вимоги до боржника, тип застави тощо.

Крім того, рівень дефолтів залежить від віку сек'юритизованого активу. Звичайно рівень дефолтів невисокий у початковий період існування пулу активів, тому що кредитори намагаються не видавати позики позичальникам, які здатні негайно припинити платежі. Потім рівень дефолтів підвищується, досягає піка в інтервалі від 2 до 5 років після видачі позики. Потім рівень дефолтів протягом 2-3 років знижується й залишається низьким протягом строку життя пулу, що залишився [243, с. 178].

Модель дефолтів SDA (Standard Default Assumption) була запропонована асоціацією учасників ринку облігацій (Bond Market Association, BMA) на основі багаторічних статистичних даних і використовується як стандартна модель для оцінки дефолтів за кредитами.

Відповідно до моделі SDA рівень дефолтів у перший місяць після видачі кредиту рівний 0,02%, а потім росте на 0,02% протягом наступних 30 місяців. Однак з 31-го місяця ріст рівня дефолтів припиняється й залишається на стабільному рівні в 6 % до 60-го місяця. З 61-го місяця рівень дефолтів починає

зменшуватися зі швидкістю 0,0095% щомісяця аж до 120-го місяця. Починаючи з 121-го місяця, рівень дефолтів стає постійним [243, с. 179].

Графік дефолтів SDA показує залежність статистичної ймовірності настання дефолту від віку пулу активів, скоригованого на суму залишку основного боргу пулу активів.

Найважливішими характеристиками в даному питанні є число місяців до реалізації застави (Months Till Recovery, MTR) і відсоток втрат при обороті стягнення (Severity Rate, SVR). Параметр MTR говорить про час від настання прострочення до продажу застави. Наприклад, 2 місяці до реалізації застави свідчить про те, що процедура обігу стягнення буде завершена через 2 місяці після першого прострочення.

Ставка SVR розраховується як відношенні величини втрат до балансу основної частини боргу на момент дефолту. У розмірі втрат ураховуються такі витрати як судові витрати, грошові суми, сплачені Сервісером на погашення основного боргу й відсотків по дефолтному кредиту. Чим менше SVR, тим більша частина основного боргу буде сплачена, і тим більш низькими будуть втрати або списання.

Наступним етапом оцінки пулу активів є оцінка факторів, що здійснюють вплив на дострокове погашення заборгованості за активами пулу, оскільки дострокові погашення відіграють провідну роль у поведінці активів пулу.

У світовій практиці провідним фактором високої швидкості дострокового погашення є рефінансування.

Наприклад, рефінансування іпотечного кредиту – це одержання позичальником нового кредиту для погашення існуючого іпотечного кредиту на більш вигідних для нього умовах [243, с. 159]. Найчастіше це відбувається при зниженні процентної ставки за виданими кредитами.

Стимул до рефінансування залежить від розміру боргу і від строку, що залишився до погашення. З ростом розміру боргу постійні витрати, поділені на баланс боргу, зменшуються, а економія у відсотковому вираженні збільшується.

Наступним фактором дострокового погашення є дефолти за активами пулу. Про дефолт позичальника говорять, коли він припиняє здійснювати місячні платежі за боргом. Через 90 днів прострочення здійснення платежів за боргом або пропуску 3 наступних підряд платежів, на нього може бути звернене стягнення. Після чого, відносно застави за боргом починається процедура стягнення. У судовому порядку предмет застави стягується й продається.

Після продажу закладеного нерухомого майна отримана від продажу сума направляється у вигляді дострокового погашення боргу (позики).

Наступним фактором, що визначає швидкість дострокового погашення, є показник часткового й повного дострокового погашення. Якщо позичальник виплачує на місяць більше, ніж передбачено боргом, що рівномірно погашається, то говорять про часткове дострокове погашення. За допомогою часткового дострокового погашення позичальник скорочує строк боргу, тобто сек'юритизованого активу. Позичальник може також ліквідувати заборгованість шляхом повної виплати. Позичальники використовують

часткове дострокове погашення у випадку, якщо рефінансування для них пов'язане з високими витратами, а також тому, що для деяких позичальників важливо просто зменшити свою заборгованість, заплативши стільки, скільки вони можуть.

Одним з найважливіших кроків у моделюванні поведінки пулу активів, що сек'юритизуються, є вибір і побудова моделі дострокового погашення.

Найбільш простою моделлю дострокового погашення може бути інтегральна модель дострокового погашення активів пулу, що кількісно враховує внесок кожного з факторів дострокового погашення і їх зміну на різних етапах. Це припускає розробку окремих підмоделей для кожного з факторів дострокового погашення з наступним підсумовуванням отриманих результатів і обліком привласнених ваг кожного з факторів.

Слабкою стороною в даному питанні є складнощі щодо точної кількісної оцінки кожного з факторів дострокового погашення для конкретного пулу активів.

Іншим підходом до моделювання дострокового погашення є підхід, заснований на відображенні в моделі вибору індивідуальних позичальників. У цьому випадку прогнозування дострокових погашень активів пулу вимагає прогнозування сукупного ефекту таких індивідуальних розв'язків. Сформованою є модель, що враховує в собі поведінку кожного активу в складі пулу. У реальності ж можливо оцінити лише розподіл імовірності настання цієї події, тобто потенційну можливість її реалізації. А потім узагальнити імовірнісні сценарії поведінки кожного активу в пулі.

Для оцінки швидкості дострокових погашень використовується показник SMM (Single Month Mortality), що представляє собою частку основного боргу, яка була достроково виплачена у відповідному місяці [243, с. 372].

Для пулу активів використовуються наступні позначення:

$B_n$  - планова амортизація після  $n$  місяців «життя» пулу, виражена у вигляді співвідношення планового залишку заборгованості (при відсутності дострокових погашень) до початкового залишку заборгованості за пулом;

$F_n$  - відношення поточного залишку заборгованості до початкового залишку заборгованості за пулом;

$Q_n = B_n / F_n$  – частка пулу, яка ще не була достроково погашена.

$Q_n$  характеризує рівень дострокових погашень. Зокрема, якщо до місяця  $n$  по пулу ще не було дострокових погашень, то  $Q_n = 1$ . За допомогою  $Q_n$  можна виразити місячну норму дострокових погашень. Позначимо через  $SMM_n$  частку залишку основного боргу пулу, яка була достроково погашена протягом місяця  $n$ . Тоді  $SMM_n$  рівна [221]:

$$SMM_n = \frac{Q_{n-1} + Q_n}{Q_n} = 1 - \frac{Q_n}{Q_{n-1}} \quad (3.2)$$

Змінні  $SMM_n$  та  $Q_n$  перебувають у наступній залежності:

$$Q_n = (1 - SMM_1) \times (1 - SMM_2) \times \dots \times (1 - SMM_n) \quad (3.3)$$

Також у практиці моделювання швидкості дострокового погашення часто використовують визначення швидкості дострокового погашення у вигляді постійного відсотка дострокових погашень (Constant Prepayment Rate, CPR). Даний показник є річним вираженням показника SMM.

Якщо зробити припущення, що протягом року місячні SMM залишаються незмінними, то розмір CPR можна розрахувати в такий спосіб [228, с. 75]:

$$1 - CPR = (1 - SMM)^{12} \quad (3.4)$$

Однією з найбільш простих, але разом з тим широко використовуваних моделей дострокового погашення є модель PSA, розроблена Асоціацією дилерів за державними цінними паперами [201, с. 173]. Дана модель допускає, що нові («молоді») активи пулу мають низьку швидкість дострокового погашення, яка зростає до того моменту, доки ці активи не стануть витриманими. Можна сказати, що модель PSA коректує CPR із урахуванням віку пулу активів.

Базова модель PSA говорить про те, що спочатку CPR дорівнює нулю, потім збільшується щомісяця на 0,2% до 30-го місяця, після чого залишається постійною на рівні 6%.

На практиці використовується відсотковий коефіцієнт PSA. Якщо PSA дорівнюватиме 50%, то CPR у будь-якому місяці буде вдвічі нижче, чим на базовій кривій, а якщо PSA дорівнюватиме 200%, то – удвічі вище.

Значення CPR і PSA пов'язані наступними співвідношеннями [221]:

$$PSA = CPR \times \frac{100}{6} \times \max\left(1, \frac{30}{Age}\right), \quad (3.5)$$

$$CPR = PSA \times 0.06 \times \min\left(1, \frac{Age}{30}\right), \quad (3.6)$$

де *Age* – «вік» активу пулу (дебіторської заборгованості) в місяцях.

Проте на практиці в частині побудови адекватної моделі дострокового погашення є декілька проблемних аспектів:

1. Недостатність і відсутність стандартизації достовірних даних для побудови таких моделей.

2. Існує ряд параметрів (факторів) ринку, що здійснюють вплив на дострокове погашення, але які не можуть бути включені в модель по причині відсутності даних або неможливості прямого їхнього виміру або включення в модель.

3. В основі більшості моделей дострокового погашення лежить економетричний принцип. У процесі моделювання дострокових погашень ми намагаємося побудувати модель, яка пояснює поведінку позичальників у минулому, а потім вважаємо, що й у майбутньому вони будуть поводитися так само, що приводить до певних погрішностей отриманого результату. Крім того, фактори, що визначають швидкість дострокового погашення, згодом міняються, причому часто самим непередбаченим чином.

Основна складність аналізу забезпечених активами цінних паперів полягає в тому, що необхідно не просто зробити висновок про вплив того або

іншого фактору на швидкість дострокових повернень, але й точно кількісно оцінити зазначений вплив. Такі базові параметри боргових інструментів як прибутковість до погашення, середньозважений строк життя й дюрація цінних паперів перебувають у значній залежності від швидкості дострокового погашення боргу.

Досить часто, борги за пулом активів погашаються швидше терміну, прописаному у відповідних договорах через дострокове погашення дебіторської заборгованості, що формує такий пул. У зв'язку з цим, коректна оцінка дострокових погашень є необхідною для побудови як грошових потоків за пулом активів, що сек'юритизуються, так і грошових потоків за цінними паперами, забезпеченими активами.

Після оцінки факторів, що впливають на дострокове погашення активів, що сек'юритизуються, доцільним є аналіз параметрів сформованого пулу активів на основі вивчення його структури та системи показників оцінки якості пулу активів.

Об'єднані в пул активи мають подібні, але не однакові характеристики. При цьому, від кредитної якості пулу активів безпосередньо залежить надійність випущених цінних паперів, забезпечених такими активами. Внаслідок чого для побудови моделі його поведінки необхідно здійснити розрахунок показників якості пулу, значення яких є важливими даними для обчислення грошових потоків, що генеруються за досліджуваним пулом активів (табл. 3.5).

Інформаційним джерелом для розрахунку наведених показників є запропоновані форми внутрішньої звітності: Звіт про структуру сек'юритизованих активів; Звіт про стан здійснення платежів за сек'юритизованими активами (див. п.2.2.1).

Оцінка зазначених показників дозволить забезпечити оперативну та якісну оптимізацію пулу активів, призначених для сек'юритизації, за рахунок належної концентрації активів, що, в свою чергу, сприяє формування аналітичної інформації для прогнозування потоків платежів за сек'юритизованими активами та випущеними цінними паперами, забезпеченими такими активами.

Наступним кроком у формуванні й оцінці пулу активів є розрахунки грошових потоків, що генеруються таким пулом з урахуванням різних сценаріїв швидкості дострокового погашення. При цьому, слід враховувати, що платежі позичальників є ануїтетними, і при здійсненні позичальником дострокового погашення боргів величина ануїтетного платежу не змінюється, однак скорочується строк, що залишився, до погашення боргу (дебіторської заборгованості).

Можливі сценарії поведінки пулу активів визначаються обраною моделлю дострокового погашення боргів і припущенням про характер такого погашення, зокрема, виділяють песимістичний, найбільш імовірний та оптимістичний сценарії.

Таблиця 3.5

**Показники для оцінки якості пулу активів, що сек'юритизуються**

Назва показника	Характеристика	Формула розрахунків
Частка активу в пулі, що сек'юритизується (Asset Share, AS)	Характеризує питому вагу окремого боргу в пулі сек'юритизованих активів	$AS = \frac{A_i}{PAS} \times 100\%, \quad (3.7)$ <p>де <math>A_i</math> – розмір і-того активу в пулі, грн.;  PAS – розмір пулу сек'юритизованих активів, грн.</p>
Рівень прострочення платежів (Delinquency, D)	Рекомендується відбирати активи з рівнем прострочення платежу не більше 30 днів	
Рівень географічної концентрації (Geographic Concentration, GC)	Характеризує питому вагу боргів за окремим регіоном у пулі сек'юритизованих активів (не повинна перевищувати 20-25 %)	
Рівень галузевої концентрації (Industry Diversification, ID)	Характеризує питому вагу боргів за окремою галуззю у пулі сек'юритизованих активів (не повинна перевищувати 20-25 %)	
Середньозважена відсоткова ставка за пулом активів, що сек'юритизуються (середньозважений купон) (Weighted-Average Coupon, WAC)	Середньозважена відсоткова ставка за пулом активів, яка розраховується шляхом множення відсоткової ставки за кожним активом пулу на частку непогашеного основного боргу за таким активом у сукупному непогашеному основному боргу пула	$WAC = \sum_{i=1}^n \frac{b_i}{B_p} \times C_i, \quad (3.8)$ <p>де <math>b_i</math> – розмір непогашеного основного боргу і-того активу в пулі, грн.;  <math>B_p</math> – сукупний непогашений основний борг пулу, грн.;  <math>C_i</math> – відсоткова ставка по і-тому активу пулу, %.</p>
Середньозважений вік пулу активів, що сек'юритизуються; (Weighted Average Loan Age, WALA)	Середньозважений час, що минув з моменту видачі позики (боргу), який розраховується шляхом множення віку кожного активу пулу на частку непогашеного основного боргу за таким активом в сукупному непогашеному основному боргу пулу	$WALA = \sum_{i=1}^n \frac{b_i}{B_p} \times LA_i, \quad (3.9)$ <p>де <math>LA_i</math> – час, що минув з моменту видачі і-того боргу, міс.</p>
Середньозважений термін погашення активів, що сек'юритизуються (Weighted-Average Maturity, WAM)	Середньозважений термін, що залишився відповідно до умов договорів до повного погашення активів пулу (боргів). Розраховується як середньозважена величина непогашеного основного боргу	$WAM = \sum_{i=1}^n \frac{b_i}{B_p} \times M_i, \quad (3.10)$ <p>де <math>M_i</math> – строк, що залишився до повного погашення і-того активу, міс.</p>
Рівень дострокового погашення (Condition Prepayment Rate, CPR)	Оцінюється мірою дострокового погашення в місяць (SMM), що дорівнює відсотку основного боргу портфеля, який був достроково погашений у відповідному місяці	$1 - CPR = (1 - SMM)^{12}, \quad (3.11)$ <p>де SMM – частка основного боргу, яка була достроково виплачена у відповідному місяці</p>



Найбільш консервативним сценарієм розвитку подій є відсутність дострокових погашень. Кожна виплата за пулом активів складається з погашення основної суми боргу і відсотків (разом вони становлять ануїтетний платіж).

Рівновеликий для кожного періоду ануїтетний платіж ( $A_i$ ), визначається за формулою [131, с. 539]:

$$A_i = B \times \frac{\left(\frac{wac}{m}\right) \left(1 + \frac{wac}{m}\right)^{wam}}{\left(1 + \frac{wac}{m}\right)^{wam-1}} \quad (3.12)$$

де  $B$  - первісний баланс пулу активів;

$wac$  – середньозважена відсоткова ставка за пулом активів, що сек'юритизуються;

$m$  – кількість виплат у році;

$wam$ - середньозважений термін погашення активів, що сек'юритизуються, у міс.

Баланс пулу активів на початок  $i$ -того періоду визначається за формулою:

$$B_i^0 = B_{i-1}^0 - P_{i-1} \quad (3.13)$$

де  $B_{i-1}^0$  – баланс пулу активів на початок  $i$ -го періоду, грн.;

$P_{i-1}$  – платіж у погашення основного боргу  $i$ -го періоду, грн.

Виплата відсотків за пулом ( $I_i$ ) в  $i$ -тому періоді визначається за формулою [131, с. 540]:

$$I_i = B_i^0 \times \frac{wac}{m} \quad (3.14)$$

Планове погашення основної суми боргу за пулом активів ( $P_i$ ) в  $i$ -тому періоді визначається:

$$P_i = A_i - I_i \quad (3.15)$$

Використовуючи вищенаведені формули й вихідні дані за пулом активів, що сек'юритизуються, можна розрахувати графік платежів за таким пулом за умови відсутності дострокових погашень.

За умови другого сценарію розвитку подій – швидкість дострокових погашень не дорівнює нулю. Логіка розрахунків грошових потоків залишається незмінною. У якості моделі дострокового погашення буде використане припущення про постійну задану швидкість дострокових погашень.

Баланс пулу активів на початок  $i$ -го періоду з урахуванням дострокових погашень ( $B_i'^0$ ) визначається як різниця між основною сумою боргу за пулом на кінець  $(i-1)$ -го періоду до дострокового погашення й достроково виплаченою основною сумою боргу в  $i$ -му періоді [243]:

$$B_i'^0 = (B_{i-1}'0 - P_{i-1}) - PP_{i-1}, \quad (3.16)$$

де  $PP_{i-1}$  – достроково виплачена основна сума боргу в  $(i-1)$ -ому періоді, грн.;  
 $B_{i-1}^0$  – баланс пулу активів на початок  $(i-1)$ -го періоду, грн.

У свою чергу, достроково виплачена основна сума боргу в  $i$ -му періоді  $PP_i$  визначається за формулою:

$$PP_i = (B_i^0 - P_i) \times SMM / 100, \quad (3.17)$$

де  $SMM$  – відсоток основного боргу, який був достроково погашений у відповідному місяці, у відсотках.

За умови наявності дострокових погашень за активами пулу у частині виплати відсотків за пулом активів ( $I'_i$ ) і основної суми боргу за пулом активів ( $P'_i$ ) використовуються наступні формули:

$$I'_i = B_i^0 \times \frac{wac}{m} \quad (3.18)$$

$$P'_i = A_i - I'_i \quad (3.19)$$

Слід зазначити, що величина ануїтетного платежу не міняється, а лише скорочується загальне число платежів.

На основі представлених вище формул, можливо, здійснити розрахунок графіка грошових потоків за пулом активів за умови наявності прогнозного рівня дострокового погашення пулу активів.

Результати такого аналізу дозволяють оцінити перспективу залучення фінансових ресурсів за рахунок сек'юритизації та є основою для прогнозування майбутніх потоків платежів.

### 3.3. Ефективність сек'юритизації активів для ініціатора

Сек'юритизація є достатньо складним і дорогавартісним, однак високоефективним фінансовим механізмом. Його застосування дозволяє диверсифікувати джерела фінансування (у т. ч. знизити вартість залучених коштів), ефективно управляти структурою балансу, а також значно підвищити рівень ліквідності. Для українського ринку цінних паперів сек'юритизація може стати ефективним інструментом створення нових можливостей для залучення фінансування та інвестування.

З огляду на зазначене, актуалізується питання визначення ефективності та доцільності застосування сек'юритизації активів як альтернативного механізму фінансування діяльності суб'єктів господарювання. При цьому, оцінюючи ефективність сек'юритизації активів у цілому, варто насамперед визначити переваги, які отримують учасники такого механізму, та чи здійснює він позитивний вплив на розвиток вітчизняної економіки в цілому.

Як і будь-яке впровадження фінансової інновації, сек'юритизація активів має свої переваги та недоліки, що відповідно визначає її роль у розвитку економіки країни та загальну ефективність. Так, досить часто в зарубіжній літературі на користь сек'юритизації активів наводяться аргументи саме інституційного характеру. Зокрема, професор Стівен Шварц (Schwarcz S.L.) у

своїй статті «Алхімія сек'юритизації активів (The Alchemy of Asset Securitization)» [288, с. 134] визначає сек'юритизацію як алхімію сучасного фінансового ринку, яка може перетворювати свинець у золото, тобто права грошової вимоги у високоліквідні цінні папери. Крім того, він звертає увагу на те, що сек'юритизація є настільки вигідною в силу того, що вона дозволяє сформуванню капіталу саме за рахунок фондового ринку, вартість капіталу на якому завжди відносно нижча.

Професор Клаір Хілл (Claire A. Hill) [273] підкреслює важливість того, що механізми фондового ринку, з використанням яких здійснюється сек'юритизація, дозволяють істотно знизити цілий ряд інформаційних витрат, наприклад, в частині інформації щодо самих грошових вимог, емітента та інших елементів структури угоди.

«Життя після життя» – саме так А.О. Солдатова охарактеризувала долю активів, які, будучи сек'юритизованими, отримують друге народження на ринку цінних паперів [218].

Саломатіна С.Ю. [195, с. 24], Супронович К.К. [221, с. 4-5] та Бобиль А.А. [15, с. 22-23] роблять акцент на тому, що за допомогою процесу сек'юритизації розширюється коло потенційних інвесторів. При цьому, організатор процесу сек'юритизації (оригінація) за рахунок отримання можливості конструювання інвестиційних інструментів, які в кожному окремому випадку задовольняють потреби конкретної групи інвесторів, розширює можливості власного фінансування.

Також С.Ю. Саломатіна зазначає, що для оригінація сек'юритизація покращує рейтинговий арбітраж [195, с. 23]. Це означає, що ініціатор сек'юритизації може розраховувати на більш високий рейтинг за сек'юритизованими цінними паперами, ніж його власний.

Алексєєва І.А. та Рачкевич А.Ю. [3, с. 25], Ісаков К.М. [88, с. 5], Тогонідзе Д.І. [226, с. 55], Бобиль А.А. [15, с. 24] вважають, що для банківських установ, які виступають ініціаторами сек'юритизації, відбувається зменшення вимоги щодо достатності капіталу через передачу кредитних ризиків третім сторонам. Крім того, Рачкевич А.Ю. та Алексєєва І.А. [183, с. 25] наголошують на підтримці широти товарного ряду в процесі сек'юритизації активів, оскільки оригінація отримує альтернативне джерело фінансування за допомогою використання ринку капіталів. У розвиток зазначеного, Н.Е. Бодрова [16, с. 9] також стверджує, що шляхом проведення сек'юритизації оригінація знижує залежність чистих активів від коливань процентних ставок по кредитах; поліпшує керування активами й пасивами банку шляхом зниження залежності від розбіжності строків погашення за активними і пасивними операціями. Ю.В. Бугель [20] вказує на те, що сек'юритизація дозволяє розв'язати проблему недостатності капіталу банку для проведення активних операцій, оскільки знижує частку проблемних позичок у структурі кредитного портфеля, а відтак може сприяти зменшенню обсягів формування необхідних резервів для покриття кредитного ризику.

У результаті аналізу виокремлених різними науковцями переваг сек'юритизації встановлено, що до найбільш значимих відносяться: зниження

вартості фінансування; управління ризиками (всі ризики передаються інвесторам за рахунок структурування платежів і перерозподілу зобов'язань); покращення структури балансу та доступ до ліквідності (з балансу оригінатора списуються довгострокові активи, таким чином неліквідні активи замінюються на абсолютно ліквідні – грошові кошти); залучення додаткових джерел фінансування для здійснення та розширення діяльності; розширення кола потенційних інвесторів; фінансування на більш тривалий час тощо.

Поряд з вищеперерахованими перевагами існують недоліки процесу сек'юритизації, що спонукає суб'єктів господарювання більш обережніше відноситися до проведення такої фінансової інновації. Зокрема, до істотних недоліків сек'юритизації активів насамперед науковці відносять досить високий рівень витрат, пов'язаний з оплатою послуг стороннім організаціям. За словами експертів [198], витрати на сек'юритизацію становлять не менше 3,5% вартості проданих активів.

Науменкова С.В. [143, с. 11-12], Посохов І.М. [177, с. 14-15] та Kumpun Christoph [280, с. 261] акцентують увагу на тому, що оскільки присвоєння рейтингу цінних паперів оплачується оригінатором, то він схильний обирати таке рейтингове агентство, яке готове надати найвищий можливий індикативний рейтинг для даного випуску.

Джобст А.А. [275, с. 48] та Ісаков К.М. [89, с. 5] зазначають, що досить часто оригінатори формують пул з неякісних активів за рахунок використання неефективних методів оцінки пулу активів, що й дозволяє оригінаторам ігнорувати умови їх надійності. Посохов І.М. [117, с. 15] наголошує на значних витратах часу на офіційне оформлення процесу сек'юритизації на всіх її етапах. Hahn R.J.[272, с. 23], Дорошенко А.А. [49, с. 159] та Тоголідзе Д.І. [226, с. 55] концентрують увагу на слаборозвинутій законодавчій базі, адже, є країни, в яких не існує розробленого нормативного забезпечення проведення сек'юритизації (зокрема, в Україні).

Загалом, застосування сек'юритизаційних схем має свої переваги і недоліки як для оригінаторів, так й інвесторів залежно від розподілу ризиків і доходності, що визначається типом сек'юритизації (балансова чи позабалансова), структурою угоди (кількістю траншів і їх рейтингами) та параметрами фінансових інструментів, що емітуються (табл. 3.6).

Як видно, використання такого фінансового інструменту, як сек'юритизація активів, забезпечує взаємну диверсифікацію для її ініціаторів, інвесторів, а також країни в цілому. Зокрема, інвесторам дає можливість інвестувати в недоступні до цього часу активи через придбання цінних паперів з високим рівнем рейтингу, а компаніям, власний рейтинг яких не відповідає інвестиційному, відкриває доступ до ринку капіталів та відповідного рефінансування (шляхом випуску цінних паперів, забезпечених активами, інвестиційний рейтинг яких вищий, ніж рейтинг первинного власника таких активів).

**Переваги та недоліки застосування механізму сек'юритизації активів**

Суб'єкти	ПЕРЕВАГИ	НЕДОЛІКИ
Оригіна́тор	<ul style="list-style-type: none"> <li>• доступ до ринку капіталів та відповідного рефінансування для економічних суб'єктів, рейтинг яких не відповідає інвестиційному, за рахунок випуску цінних паперів, забезпечених активами, яким рейтингові агентства надають рейтинг значно вищого рівня (можуть мати рейтинг вищий, ніж рейтинг емітента та рейтинг країни);</li> <li>• хеджування та елімінування ризиків шляхом їх перерозподілу між учасниками;</li> <li>• спосіб управління структурою балансу;</li> <li>• диверсифікація джерел фінансування;</li> <li>• зниження вартості фінансування</li> <li>• виконання нормативів достатності власного капіталу для банківських установ;</li> <li>• покращення економічних показників (ліквідності, платоспроможності, оборотності, рентабельності);</li> <li>• підвищення авторитету та іміджу компанії-оригіна́тора (підвищення конкурентоспроможності)</li> <li>• розширення кола інвесторів</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• високі витрати на структурування угоди;</li> <li>• значний обсяг стандартизованих (однорідних) активів;</li> <li>• складність та тривалий термін оформлення сек'юритизаційної угоди, зокрема, позабалансової, з юридичної точки зору (необхідність укладання значної кількості договорів)</li> </ul>
Інвестори	<ul style="list-style-type: none"> <li>• високі і стабільні рейтинги цінних паперів, забезпечених активами;</li> <li>• можливість інвестувати у різні щодо ризиків і доходності активи;</li> <li>• низька ймовірність дефолту та банкрутства емітента цінних паперів;</li> <li>• за цінними паперами, забезпеченими активами, передбачається вища премія, ніж за державними, банківськими та корпоративними облігаціями з відповідним рейтингом</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• низький рівень моніторингу ризиків, пов'язаних з базовими активами;</li> <li>• присвоєння високого рейтингу цінним паперам, забезпечених активами, незалежно від їх якості;</li> <li>• можливість формування пулу з неякісних активів</li> </ul>
Економіка країни	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ефективніший розподіл ризиків по всьому фінансовому сектору;</li> <li>• здешевлення і збільшення тривалості кредитів для населення;</li> <li>• додаткові джерела фінансування реальних секторів економіки;</li> <li>• мобілізація фондів в частині можливості здійснення ефективного (малоризикового) інвестування для пенсійних та страхових фондів, а також інших інституціональних гравців на ринку за рахунок прозорості основних траншів;</li> <li>• підвищення інвестиційної привабливості країни та інтеграція вітчизняного фінансового ринку у міжнародні ринки капіталу</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• сек'юритизація активів низької якості в неконтрольованих обсягах сприяє нароццуванню фіктивного капіталу та може спричинити розгортання фінансових криз</li> </ul>

Не дивлячись на існуючі недоліки, все ж таки переважають позитивні сторони сек'юритизації, тому досить часто її називають кращою фінансовою інновацією минулого століття, яка містить у собі великий потенціал розвитку не тільки для фінансового ринку, але й економіки країни.

Так, ефект від сек'юритизації носить масштабний макроекономічний характер, адже урегульований ринок сек'юритизації дозволяє підвищити ефективність:

- алокації фінансових ресурсів в економіці шляхом мобілізації коштів пенсійних, страхових та інших інвесторів, що вкладають грошові кошти в цінні папери, забезпечені активами;

розподілення ризиків по всьому фінансовому сектору.

Відбувається «ефект мультиплікатора» від сек'юритизації. Тому, для багатьох розвинених країн сек'юритизація активів стала «двигуном» економічного росту. Тобто, залучені з допомогою сек'юритизації величезні засоби у вигляді цінних паперів, забезпечених активами, можуть бути направлені в реальний сектор економіки і стати потужним двигуном прискореного економічного розвитку країни.

Загалом, вважаємо, що ефективне застосування сек'юритизації активів на практиці означає грамотну в комплексі реалізацію зазначених вище переваг цього механізму рефінансування.

Відсутність ефективної методики проведення аналізу операцій сек'юритизації активів зумовлює виникнення проблем при формуванні стратегії управління процесом фінансування діяльності ініціатора сек'юритизації. Проведене дослідження дозволило обґрунтувати напрями аналізу ефективності операцій сек'юритизації:

- порівняння вартості залучення капіталу за допомогою сек'юритизації активів та з інших джерел;

- побудова балансу платіжних потоків за забезпеченими цінними паперами та пулом сек'юритизованих активів;

- порівняння суми чистого залученого фінансування з понесеними для цього витратами (розрахунок показника ефективності сек'юритизації активів).

Таким чином, якщо сек'юритизацію активів розглядати лише як альтернативний варіант залучення фінансування для розвитку і забезпечення діяльності, то оцінити ефективність її використання можна зіставивши витрати на залучення фінансування за допомогою сек'юритизації і на основі інших способів.

Ефективність сек'юритизації у порівнянні з кредитом або іншим традиційним методом запозичення можна оцінити за одним з відомих методів: розрахувавши чисту приведену вартість NPV (Net Present Value) та внутрішню норму прибутковості – IRR (Internal Rate of Return) або порівнявши середньозважену вартість капіталу WACC (Weighted Average Cost of Capital). Аналіз за зазначеними методами здійснюється у наступній послідовності:

- розраховуються витрати, а також вхідні та вихідні грошові потоки за сек'юритизованими активами;

- будується грошовий потік за банківським кредитом чи облігаціями (виплата принципалу і відсотків);
- порівнюються NPV, IRR та WACC для альтернативних джерел фінансування.

Для більшості компаній базою для порівняння буде служити банківський кредит, ставка за яким представляє альтернативну вартість фінансування, рідше – відсоток за звичайними борговими зобов'язаннями підприємства (корпоративними облігаціями).

Вартість залучення капіталу ( $CC_{sec}$ ) за допомогою механізму сек'юритизації активів можливо розрахувати шляхом додавання разових витрат на організацію і управління емісією облігацій, суми приведених щорічних витрат на організацію і управління емісією облігацій та суми приведених витрат на виплату відсотків за облігаціями з наступним співставленням з обсягом фінансових ресурсів, отриманих в результаті використання сек'юритизації активів [160]:

$$CC_{sec} = OTC + \sum PVAC + \sum PVPI, \quad (3.20)$$

де  $OTC$  – разові витрати на організацію й управління емісією облігацій, грн.;

$\sum PVAC$  – сума приведених щорічних витрат на організацію й управління емісією облігацій, грн.;

$\sum PVPI$  – сума приведених витрат, понесених на виплату відсотків за облігаціями, грн.

До разових витрат на організацію і управління емісією облігацій відносяться витрати, пов'язані з оплатою послуг Національного депозитарію, фондової біржі, за створення сайту і розкриття інформації, організатора випуску, андерайтера та консультантів. За експертними оцінками сума разових витрат може скласти до 2,5% від обсягу випуску цінних паперів.

До щорічних витрат на організацію і управління емісією облігацій відносяться: оплата послуг платіжного агента, керуючої компанії, послуг з ведення бухгалтерського обліку, за підтримку сайту, за розкриття інформації, аудиторю, рейтингового агентства, сервісного агента тощо. За експертними оцінками сума щорічних витрат може скласти до 3,5% від обсягу випуску.

Після цього, здійснюється порівняння з аналогічними показниками для альтернативних джерел фінансування і тим самим визначається відносна ефективність здійснення сек'юритизації активів.

Однак таке порівняння не зовсім є об'єктивним, оскільки сек'юритизація активів дозволяє оригінатору вирішити відразу декілька завдань (поліпшення показників балансу; перерозподіл ризиків, притаманних активам; підвищення ліквідності активів), а не лише забезпечити залучення фінансування, що, у свою чергу, неможливо при використанні вищеназаних альтернативних джерел фінансування. Зокрема, зазначені альтернативні джерела фінансування дозволяють або вирішити одне з поставлених завдань, або є ризиковими, або занадто дорогими. Вирішення одночасно декількох завдань є привілеєм виключно механізму сек'юритизації активів. Тому ефективність сек'юритизації активів слід

оцінювати, виходячи з її сукупного позитивного ефекту для оригінатора. Однак по відношенню до деяких позитивних ефектів від проведення сек'юритизації активів, зокрема таких, як розширення кола інвесторів, набуття досвіду випуску складно структурованих фінансових продуктів, перерозподіл ризиків, досить складно застосувати точну кількісну оцінку.

Наступним етапом є побудова балансу платіжних потоків, який досягається у тому випадку, коли обсяг витрат, пов'язаних з утриманням інфраструктури, а також обов'язкові виплати інвесторам у будь-який момент часу обертання випущених облігацій не будуть перевищувати грошові надходження за сек'юритизованим пулом активів. Виокремлені показники дозволяють забезпечити збалансованість платіжних потоків, що надходять за пулом сек'юритизованих активів, і обов'язкових виплат за облігаціями [238, с. 13]:

$$\frac{\sum_{l=1}^n AP_l}{(1+i)^l} + \frac{D_n}{(1+i)^n} = \sum_{l=1}^n \frac{k_l}{(1+i)^l} + \frac{N}{(1+i)^n} + \frac{FS}{(1+i)^n} + \sum_{l=1}^n \frac{VS_l}{(1+i)^l}, \quad (3.21)$$

де  $\frac{\sum_{l=1}^n AP_l}{(1+i)^l}$  – теперішня вартість ануїтетних платежів за пулом активів;

$\frac{D_n}{(1+i)^n}$  – поточна заборгованість за пулом активів;

$\sum_{l=1}^n \frac{k_l}{(1+i)^l}$  – теперішня вартість потоку платежів за купонними виплатами,

які здійснюються щорічно;

$\frac{N}{(1+i)^n}$  – теперішня величина номіналу облігації;

$\frac{FS}{(1+i)^n}$  – теперішня вартість щорічних витрат на обслуговування випуску

облігацій та утримання інфраструктури;

$\sum_{l=1}^n \frac{VS_l}{(1+i)^l}$  – теперішня вартість одночасних витрат на обслуговування

випуску облігацій та утримання інфраструктури;

$n$  – термін обертання облігації в роках.

Використання зазначеної системи показників дозволяє вирішувати різноманітні завдання щодо управління платіжними потоками. Так, при відомих сумах ануїтетних платежів, а також разових та щорічних витрат на утримання інфраструктури можна визначити максимально допустимий відсоток на виплату купона або, орієнтуючись на ринкову кон'юнктуру, визначити купонну ставку і на цій основі розрахувати максимально допустимі щорічні та разові витрати SPV.



Таким чином, співвідношенням платіжних потоків, які забезпечують SPV виплати за зобов'язаннями, є рівність теперішніх вартостей потоку платежів, що надходять за пулом сек'юритизованих активів, і теперішньої вартості необхідних витрат, пов'язаних з виплатами за облігаціями, а також щорічними й разовими витратами на інфраструктуру.

Наступним і досить важливим етапом є безпосередня оцінка ефективності сек'юритизації для її ініціатора. Проте перед тим, як розглядати дане питання, доцільно уточнити сутність понять «ефективність» та «ефект».

Шегда А.В. визначає, що «ефективність властива не будь-якій взаємодії, лише цілеспрямованій, тому ця категорія має управлінський характер і відображає перш за все ступінь досягнення мети. Таким чином, на відміну від ефекту, ефективність – це завжди відповідне співвідношення (результату і мети або результату і витрат на його досягнення), тобто ця величина відносна» [23, с. 525].

У розумінні Чижевської Л.В., ефективність – це співвідношення між результатами і витратами, здійсненими для досягнення певних цілей [248, с. 43].

Більш детальний огляд трактувань поняття «ефективність» наведено в таблиці 3.7.

Таблиця 3.7

**Трактування сутності ефективності в різних літературних джерелах**

№ з/п	Автор, джерело	Визначення поняття «ефективність»
1	С.В. Мочерний [24]	Здатність приносити ефект, результативність процесу, проекту тощо, які визначаються як відношення ефекту, результату до витрат, що забезпечили цей результат
2	П. Друкер [73]	Наслідок правильності певних процесів, виконання функцій, завдань, досягнення цілей
3	А.І. Ільїн [25]	Результативність господарської діяльності, співвідношення між досягнутими результатами праці (живої та уречевленої)
4	С.Ф. Покропивний [26]	Величина перевищення вартісної оцінки очікуваних (фактичних) результатів над сумарними витратами ресурсів за певний розрахунковий період
6	В.Г. Андрійчук [27]	Економічна категорія, яка відображає співвідношення між одержаними результатами і витраченими на їх досягнення ресурсами

Отже, більшість науковців визначають ефективність як співвідношення між очікуваними результатами та понесеними на їх отримання витратами

<sup>23</sup> Шегда А.В. Менеджмент: [підруч.] / А.В. Шестоперов. – К.: Знання, 2004. – 687 с.

<sup>24</sup> Мочерний С.В. Основи економічних знань: підручник / С.В. Мочерний. – 2-ге вид., уточнене. – К.: Академія, 2002. – 310 с.

<sup>25</sup> Економіка підприємства: навч. посіб. / В.П. Волков, А.І. Ільїн, В.І. Станкевич: [під ред. А.І. Ільїна]. – 2-ге вид., виправл. – М.: Нове знання, 2004. – 672 с.

<sup>26</sup> Економіка підприємства: підручник / за заг. ред. С.Ф. Покропивного. – Вид. 2-ге, переробл. та доповн. – К.: КНЕУ, 2001. – 528 с.

<sup>27</sup> Андрійчук В.Г. Економіка аграрних підприємств: Підручник. – 2-ге вид., доп. і перероблене. / В.Г. Андрійчук. – К.: КНЕУ. – 2002. – 624 с

(ресурсами) (С.В. Мочерний, С.Ф. Покропивний, В.Г. Андрійчук, А.І. Ільїн). Однак, П. Друкер вважає ефективність наслідком правильності певних процесів, виконання функцій, завдань, досягнення цілей.

Погоджуємось з О.В. Олійник, що, «слід відрізнити ефект (результат), який відображає абсолютну величину і вимірюється у кількісних показниках, та ефективність, яка відображає співвідношення досягнутого результату та критерію його оцінки (порівняння)» [155, с. 83].

В свою чергу, А.Б. Борисов трактує економічний ефект як «результат економічної діяльності, який зазвичай вимірюється різницею між грошовим доходом від діяльності та грошовими витратами на його здійснення» [28].

Для Ю.І. Ребрін дане поняття є «абсолютним показником (прибуток, дохід від реалізації), який характеризує результат діяльності підприємства» [29].

Язлюк Б.О. наголошує, що в цілому при визначенні економічної оцінки щодо прийнятності інвестиційних проектів та їх ефективності науковці використовують такі критерії ефективності як:

- витрати – разові, поточні, пов'язані з реалізацією інвестиційного проекту;
- результат – чисті доходи, одержані в процесі експлуатації проекту;
- ефект – різниця між сукупним результатом і загальними витратами;
- ефективність – відносний, синтезуючий показник, що характеризує рівень віддачі інвестованого капіталу;

- окупність – зворотний синтетичний показник, призначений для визначення періоду, протягом якого інвесторові будуть повернені інвестиційні витрати [261, с. 200].

Отже, оцінку ефективності сек'юрітизації активів необхідно здійснювати шляхом порівняння суми чистого залученого фінансування з понесеними для цього витратами:

$$E_{AS} = \frac{(P_{PAS} + LV_{SPV}) - (V_{PAS} + C_{SPV} + CS_{AS})}{(V_{PAS} + C_{SPV} + CS_{AS})}, \quad (3.22)$$

де  $P_{PAS}$  – ціна реалізованого пулу активів;

$LV_{SPV}$  – ліквідаційна вартість SPV на дату припинення обігу облігацій;

$V_{PAS}$  – балансова вартість реалізованого пулу активів;

$C_{SPV}$  – витрати на створення SPV;

$CS_{AS}$  – витрати на структурування процесу сек'юрітизації.

При цьому, для оригінатора чисте залучене фінансування є ефектом і визначається як різниця між сумою договірної вартості реалізованого пулу активів і ліквідаційної вартості SPV на дату припинення обігу облігацій та сумою балансової вартості відступлених вимог, витрат на створення SPV й інших витрат, пов'язаних з процесом структурування сек'юрітизації активів.

При цьому ліквідаційна вартість SPV ( $LV_{SPV}$ ) на дату припинення обігу облігацій (яке може відбутися у результаті простого закінчення строку обігу або у результаті виконання колл-опціону) визначається з формули:

<sup>28</sup> Борисов А.Б. Большой экономический словарь / А.Б. Борисов. – М.: Книжный мир, 2001. – 895 с.

<sup>29</sup> Ребрин Ю.И. Основы экономики и управления производством / Ю.И. Ребрин. – Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2000. – 145 с.

$$LV_{SPV} = PV_{cash} + PV_{PAS} - DF_{PAS} \quad (3.23)$$

де  $PV_{cash}$  – приведена величина коштів на балансі SPV на дату погашення облігацій, грн.;

$PV_{PAS}$  – приведена вартість залишку пула активів, що виступає забезпеченням, грн.;

$DF_{PAS}$  – приведена величина втрат від дефолтів за пулом активів, що виступає забезпеченням, грн.

Розмір залишку пулу активів, що виступає забезпеченням, визначають надлишкові відсоткові надходження, які виникають через різницю між купоном за облігаціями, забезпеченими активами, і середньозваженим чистим відсотком за пулом активів, що виступають забезпеченням.

Для визначення того, наскільки здійснення сек'юритизації може бути вигідно для оригінатора необхідно всі грошові потоки (витрати) привести до теперішнього часу, тобто необхідно розрахувати приведену вартість всіх зазначених вище витрат з урахуванням ставки дисконтування.

У будь-якому випадку, використання механізму сек'юритизації активів буде вигідно оригінатору в тому випадку, коли сума його доходів, буде перевищувати суму його витрат.

Удосконалені методичні положення економічного аналізу ефективності сек'юритизації активів дозволяють приймати обґрунтовані рішення щодо доцільності залучення фінансових ресурсів на основі використання механізму сек'юритизації активів та ефективно його структурувати для досягнення всіма учасниками такого механізму своїх фінансових цілей.

### Висновки до розділу 3

За результатами проведеного дослідження аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів охарактеризовано вплив основних моделей сек'юритизації активів на показники фінансово-майнового стану компанії-оригінатора, а також розвинуто методичні підходи до оцінки сек'юритизаційного пулу активів та ефективності сек'юритизації активів з точки зору її ініціатора:

1. Для обрання оптимального типу сек'юритизаційної моделі з врахуванням особливостей діяльності та цілей оригіатора, слід оцінити, який вплив здійснюватиме та чи інша модель на його фінансові показники. Встановлено, що позабалансова і балансова сек'юритизація по-різному впливають на фінансово-майновий стан компанії-оригінатора і, перш за все, це відображається на таких показниках, як валюта балансу, склад і структура активів і пасивів, показники ліквідності і фінансової стійкості; показники фінансових результатів і рентабельності, а також показники ділової активності.

2. За умов використання балансової сек'юритизації зростає величина активів, пасивів та показники ліквідності, проте послаблюється фінансова стійкість за рахунок збільшення величини позикового капіталу.

3. Застосування позабалансової моделі сек'юритизації активів здійснює позитивний вплив на показники ліквідності, оборотності активів, ефективності та середньозваженої вартості капіталу. Крім того, використання механізму позабалансової сек'юритизації дозволяє значно знизити вартість фінансування за рахунок розмежування ризику оригіатора від ризику активів, а також при умові, що кредитна якість активів, які приймають участь в сек'юритизації, вища, ніж кредитна якість балансу оригіатора в цілому. Зниження вартості позикового капіталу при зростанні фінансових результатів призводить до збільшення вартості компанії, що свідчить про ефективність фінансування її діяльності на основі використання класичного механізму сек'юритизації активів.

4. Відсутність ефективної методики проведення аналізу операцій сек'юритизації активів зумовлює виникнення проблем при формуванні стратегії управління процесом фінансування діяльності ініціатора сек'юритизації. Проведене дослідження дозволило обґрунтувати напрями аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів: формування фінансово-економічного обґрунтування доцільності та можливості проведення сек'юритизації активів (вивчення інтересів потенційних інвесторів та аналіз перспектив розміщення цінних паперів; оцінка фінансово-майнового стану оригіатора (проведення комплексної перевірки (due diligence)); оцінка наявних активів оригіатора на предмет можливості їх сек'юритизації; ідентифікація впливу сек'юритизації активів на фінансові показники оригіатора; оцінка ризиків, пов'язаних з використанням сек'юритизації активів); аналіз якості пулу активів, сформованого оригіатором для сек'юритизації; оцінки ефективності операцій сек'юритизації для її ініціатора.

5. Аналіз якості пулу активів, сформованого оригіатором для сек'юритизації, запропоновано здійснювати в наступній послідовності: оцінка

ймовірності дефолту і величини очікуваних втрат по сек'юритизаційному пулу активів; ідентифікація факторів, що впливають на дострокове погашення активів пулу; оцінка параметрів сформованого сек'юритизаційного пулу на основі аналізу його структури та виокремленої системи показників (розмір пулу активів, що сек'юритизуються; кількість активів, що сек'юритизуються; обсяг окремого активу та його частка в пулі активів, що сек'юритизуються; рівень прострочення платежів; рівень географічної концентрації; рівень галузевої концентрації; середньозважена відсоткова ставка по пулу активів, що сек'юритизуються; середньозважений вік пулу активів, що сек'юритизуються; середньозважений термін погашення активів, що сек'юритизуються; рівень дострокового погашення); моделювання майбутніх потоків платежів по пулу активів, що сек'юритизуються.

6. Оцінки ефективності операцій сек'юритизації для її ініціатора передбачає реалізацію наступних етапів: порівняння вартості залучення капіталу за допомогою сек'юритизації активів та з інших джерел; побудова балансу платіжних потоків за забезпеченими цінними паперами та пулом сек'юритизованих активів; оцінка ефективності сек'юритизації активів шляхом порівняння суми чистого залученого фінансування з понесеними для цього витратами.

## ЗАГАЛЬНІ ВИСНОВКИ І РЕКОМЕНДАЦІЇ

У монографії здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення наукового завдання, яке полягає в обґрунтуванні теоретичних положень і розробці практичних рекомендацій з удосконалення обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів. Основні висновки, що підтверджують результати проведеного дослідження, полягають в наступному:

1. Наявність термінологічної неузгодженості в частині визначення сутності сек'юритизації активів призводить до неврахування всіх складових сек'юритизаційного механізму та його різновидів, що ускладнює ідентифікацію об'єктів бухгалтерського обліку та зумовлює виникнення помилок в обліковому відображенні операцій сек'юритизації активів. Для усунення зазначених неточностей обґрунтовано підхід до трактування сек'юритизації активів як фінансового механізму, який передбачає відокремлення пулу однорідних активів, сформованого з прав грошової вимоги, з подальшим випуском та обслуговуванням цінних паперів, забезпечених потоком платежів, що генеруються такими активами. Це дозволило усунути неконвенційність понятійного апарату бухгалтерського обліку та визначити місце пулу активів, що сек'юритизуються, у системі об'єктів бухгалтерського обліку (сукупність дебіторської заборгованості, під забезпечення якої здійснюється емісія цінних паперів), що, в свою чергу, сприяє раціональній побудові обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів.

2. Виявлена множина існуючих класифікаційних ознак сек'юритизації призводить до недостатньої деталізації окремих її видів або їх надмірного перевантаження, що ускладнює визначення напрямів удосконалення обліково-аналітичного забезпечення управління сек'юритизацією активів на всіх етапах її здійснення. Обґрунтований підхід до трактування механізму сек'юритизації активів як об'єкта бухгалтерського спостереження дав можливість виділити наступні ознаки її класифікації: залежно від цілей ініціатора та механізму проведення; залежно від ініціатора; за фактичною наявністю сек'юритизованих активів; за характером активів, що виступають забезпеченням; за територіальною ознакою; залежно від складу учасників; за рівнем ризику активів; за способом розміщення цінних паперів. Удосконалена класифікація дозволяє посилити розуміння змісту сек'юритизації активів та окреслити її види, які безпосередньо впливають на побудову системи бухгалтерського обліку та аналізу діяльності суб'єктів господарювання.

3. Успішність проведення операцій сек'юритизації активів значною мірою залежить від формування ефективного механізму її реалізації, а також належного інформаційного забезпечення управління сек'юритизацією активів. Виокремлення основних етапів сек'юритизаційного механізму, визначення критеріїв відбору активів для можливості їх сек'юритизації та окреслення вимог до структурування SPV дозволило ідентифікувати специфічні об'єкти бухгалтерського обліку класичної моделі сек'юритизації активів в частині господарських операцій (формування з дебіторської заборгованості пулу активів для сек'юритизації; створення SPV; реалізація сформованого пулу активів SPV; емісія та розміщення

цінних паперів, забезпечених пулом активів; погашення заборгованості перед інвесторами; використання послуг відповідних учасників сек'юритизаційного процесу), активів (пул активів, що сек'юритизуються) та пасивів (цінні папери, забезпечені активами) для подальшого удосконалення організаційно-методичних підходів до бухгалтерського обліку та аналізу операцій сек'юритизації активів.

4. Недостатній розвиток організаційно-методичних засад бухгалтерського обліку операцій сек'юритизації активів у її основних учасників (оригінатора та SPV), спричинений відсутністю розробленого законодавчого підґрунтя, зумовлює неповноту інформаційного забезпечення процесу управління сек'юритизацією активів вцілому. Розроблений пакет первинної документації щодо формування та реалізації пула активів, що сек'юритизуються, а також обслуговування сек'юритизованих активів та розміщення забезпечених ними цінних паперів забезпечує підвищення достовірності відображення таких операцій в бухгалтерському обліку її учасників. Визначений порядок використання методів оцінки для формування вартості пулу активів, що сек'юритизуються, ціни та відсоткової ставки на емітовані цінні папери, побудована система балансових і позабалансових рахунків для обліку таких операцій в оригінатора та SPV, а також розроблені форми внутрішньої звітності підвищують якість інформаційного забезпечення системи бухгалтерського обліку та аналізу, що сприяє покращенню ефективності управління сек'юритизацією активів як альтеративного джерела фінансування діяльності суб'єктів господарювання.

5. Специфіка структурування SPV обумовлює потребу у використанні послуг зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку. У зв'язку з нерозвиненістю організаційних положень ведення бухгалтерського обліку діяльності SPV на умовах аутсорсингу запропоновано кількісні та якісні критерії вибору зовнішніх суб'єктів ведення бухгалтерського обліку та виокремлено етапи застосування бухгалтерського аутсорсингу в діяльності SPV: вибір зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку; проведення переговорів; підписання договору про надання послуг з бухгалтерського аутсорсингу; розробка та узгодження організаційно-методичних питань; безпосереднє ведення бухгалтерського обліку; контроль керуючою SPV компанією виконання умов договору; звітування про надані послуги (акт про надані послуги, внутрішні звіти); затвердження керуючою SPV компанією наданих виконавцем звітних документів. Наведені пропозиції підвищують якість інформаційного забезпечення бухгалтерського обліку діяльності SPV, що сприяє підвищенню ефективності управління сек'юритизацією активів вцілому.

6. Основні моделі сек'юритизації активів (позабалансова і балансова) по-різному впливають на фінансово-майнові показники діяльності її ініціатора, що зумовлює вибір однієї з них залежно від цілей та можливостей оригінатора. На основі проведеного дослідження визначено напрями зміни майнового та фінансового потенціалу, а також показників розвитку та результативності діяльності компанії-оригінатора, що сприяє раціональному формуванню фінансово-економічного обґрунтування необхідності та можливості залучення додаткового фінансування на основі використання механізму сек'юритизації активів.

7. Для забезпечення оптимізації сформованого пулу активів, що сек'юритизуються, та розвитку методичних аспектів оцінки його якості запропоновано наступні етапи аналізу: оцінка ймовірності дефолту і величини очікуваних втрат за пулом активів, що сек'юритизуються; ідентифікація факторів, що впливають на дострокове погашення активів, що сек'юритизуються; оцінка параметрів сформованого пулу активів, що сек'юритизуються, на основі аналізу його структури та системи показників (розмір пулу активів, що сек'юритизуються; кількість активів, що сек'юритизуються; частка окремого активу в пулі активів, що сек'юритизуються; рівень прострочення платежів; рівень географічної концентрації; рівень галузевої концентрації; середньозважена відсоткова ставка; середньозважений вік пулу активів, що сек'юритизуються; середньозважений термін погашення активів, що сек'юритизуються; рівень дострокового погашення); моделювання майбутніх потоків платежів. Результати такого аналізу дозволяють оцінити перспективу залучення фінансових ресурсів за рахунок сек'юритизації та є основою для прогнозування майбутніх потоків платежів.

8. Відсутність єдиного підходу до оцінки ефективності використання сек'юритизації активів як додаткового механізму фінансування стало передумовою для розробки методичних підходів до її аналізу. Запропоновані напрями аналізу ефективності операцій сек'юритизації (порівняння вартості залучення капіталу за допомогою сек'юритизації активів та з інших джерел; побудова балансу платіжних потоків за забезпеченими цінними паперами та пулом сек'юритизованих активів; порівняння суми чистого залученого фінансування з понесеними для цього витратами (розрахунок показника ефективності сек'юритизації активів) дозволяють її ініціатору визначити вартість такого фінансування та обґрунтувати доцільність використання сек'юритизаційної схеми в його подальшій господарській діяльності.



## ЛІТЕРАТУРА

1. Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации активов / Н.В. Александрова // Финансы и кредит. – 2007. – № 5. – С. 26-30.
2. Александрова Н.В. Риски секьюритизации банковских активов и их снижение с помощью механизмов повышения надежности [Электронный ресурс] / Н.В.Александрова // Финансы и кредит. 2007. – 29 (269). – Режим доступа: <http://bibliofond.ru/view.aspx?id=123112>.
3. Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и определение / И.А. Алексеева, А.Ю. Рачкевич // Деньги и кредит. – 2008. – № 8. – С. 22-31.
4. Американская модель ипотеки / А. Копейкин, Л. Стебенев, Б. Скоробогатько, А. Пенкина // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 8. – С. 18-24.
5. Аналіз діяльності небанківських кредитних установ: навч. посіб. / [А.М. Герасимович, О.В. Кот, Т.А. Бондар та ін.]; за наук. ред. д-ра екон. наук., проф. А.М. Герасимовича. – К.: КНЕУ, 2014. – 351 с.
6. Аникин Б.А. Аутсорсинг и аутстаффинг: высокие технологии менеджмента: [учеб. пособие] / Б.А. Аникин, И.Л. Рудая. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 288 с.
7. Анисимов А.Н. О видах секьюритизации банковских активов / А.Н. Анисимов // Банковское дело. – 2007. – №10. – С. 90-95.
8. Бажанов О. Формування засад сек'юритизації іпотечних активів в Україні / О. Бажанов // Вісник НБУ. – 2008. – № 10. – С. 59-63.
9. Бакалінський О.В. Аутсорсинг як новий прийом організації бізнесу / О.В. Бакалінський, А.О. Калашник // Збірник наукових праць Державного економіко-технологічного університету транспорту / Сер.: Економіка і управління. – 2013. – Вип. 23-24. – С. 279-283.
10. Баранова В.В. Муниципальные финансы в условиях аутсорсинга: автореф. дис. на соискание уч. степени к.э.н.: спец.: 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” / В.В. Баранова. – Самара, 2007. – 22 с.
11. Белозеров С.А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий / С.А. Белозеров, А.А. Лупырь // Финансы и кредит. – 2010. – № 29. – С. 7-15.
12. Белозеров С.А. Исторические формы современного механизма секьюритизации активов / С.А. Белозёров, А.А. Лупырь // Вестник СПбГУ. Сер 5. – 2010. – Вып. 2. – С. 79-88.
13. Бельзецкий А.И. Секьюритизация в переходной экономике / А.И. Бельзецкий // Экономика и управление. – 2008. – № 3. – С. 29-38.
14. Беліков О. Аутсорсинг як делегування функцій управління / О. Беліков // Юридичний журнал. – 2007. – № 7. – С. 23-25.
15. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента / И.А. Бланк. – 3-е. изд. – Киев: Эльга-Н, Ника-Центр, 2008. – Т. 2. – 624 с.
16. Бобиль В. Сек'юритизація банківських активів у контексті управління портфельним кредитним ризиком / В. Бобиль, М. Соловей // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 1. – С. 22-25.

17. Бодрова Н.Е. Сек'юритизація активів як інноваційна форма рефінансування банків та проблеми її впровадження в Україні / Н.Е. Бодрова // Наука й економіка. – 2011. – № 4(24). – С. 8-10.
18. Бондаренко Д.В. Методичні підходи до обліку та оподаткування операцій з відступлення права вимоги / Д.В. Бондаренко, Н.М. Маркова // Науковий вісник ЧДІЕУ. – 2013. – № 4 (20). – С. 147-152.
19. Борисов А.Б. Большой экономический словарь / А.Б. Борисов. – М.: Книжн. мир, 2009. – 864 с.
20. Бриттон Э. Вводный курс по бухгалтерскому учету, аудиту, анализу [самоучитель] / Э. Бриттон, К. Ватерстон; [пер. с англ. И.А. Смирновой; под ред. проф. Я.В. Соколова]. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 328 с.
21. Бугель Ю.В. Сек'юритизація як метод оптимізації управління ризиком кредитного портфеля комерційних банків [Електронний ресурс] / Ю.В. Бугель. – Режим доступу: [http://library.tneu.edu.ua/images/stories/praci\\_vukladachiv/](http://library.tneu.edu.ua/images/stories/praci_vukladachiv/).
22. Бутинець Ф.Ф. Організація бухгалтерського обліку: [підручник для студентів спеціальності 7.050106 “Облік і аудит” вищих навчальних закладів] / Ф.Ф. Бутинець, О.П. Войналович, І.Л. Томашевська; за ред. д.е.н., проф. Ф.Ф. Бутиця. – [4-е вид. доп. і перероб.] – Житомир: ПП “Рута”, 2006. – 528 с.
23. Бухгалтерский учет / Балдинова А.И., Дементей Т.Н., Завидова Е.И. и др.; под общ. ред. И.Е. Тишкова. – [5-е изд., перераб. и доп.]. – Мн.: Выш. шк., 2001. – 685 с.
24. Бухгалтерский учет: [учебник] / под. ред. П.С. Безруких. – М.: Высшая школа, 1999. – 563 с.
25. Буч О.В. Процессный подход к управлению предприятием: аутсорсинг бизнес-процессов / О.В. Буч // Вестник МГТУ. – 2008. – Том 11. – №2. – С. 264-267.
26. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х.П. Бэр; пер. с нем. Ю.М. Алексеев, О.М. Иванов. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
27. Валуев Б.И. Проблемы развития учета в промышленности / Б.И. Валуев. – М.: Финансы и статистика, 1984. – 215 с.
28. Веренич О.Г. Облікові аспекти факторингу / О.Г. Веренич, А.П. Шаповалова // Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку: зб. наук. пр. – Львів: “Львівська Політехніка”, 2007. – № 577. – С. 50-54.
29. Веретенникова О.Б. Сущность и виды секьюритизации банковских активов / О.Б. Веретенникова, И.А. Мезенцева // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2012. – № 4(42). – С. 20-25.
30. Версаль Н. Сек'юритизація та її роль у відновленні фінансової стабільності / Н. Версаль // Вісник НБУ. – 2010. – № 4. – С. 28-35.
31. Витвицкий М. Синтетическая секьюритизация как инструмент управления кредитным риском / М. Витвицкий // Вестник ассоциации белорусских банков: Еженедельный информационно-аналитический и научно-практический журнал. – 2008. – № 31. – С. 17-19.

32. Вовкодав И. Аутсорсинг – ключ к росту вашего бизнеса / И. Вовкодав // Маркетинг и реклама. – 2007. – № 3(127). – С. 54-58.
33. Войналович О.П. Організація бухгалтерського обліку: теоретико-методичні засади: дис. на здобуття наук ступеня канд. екон. наук: 08.06.04 “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит” / О.П. Войналович. – Житомир, 2006. – 309 с.
34. Волик Н.Г. Сек'юритизація банківських активів як метод управління портфельним кредитним ризиком / Н.Г. Волик, А.І. Ісаєнко // Держава та регіони. – 2011. – №2. – С. 214-219.
35. Володькова Л.В. Сек'юритизация на рынке ценных бумаг / Л.В. Володькова // Финансы и бизнес. – 2009. – №3. – С. 101-107.
36. Воронина Н.В. Аутсорсинг: оффшорная разработка программного обеспечения / Н.В. Воронина, А.М. Воронина // ЭКО. – 2006. – № 7. – С. 105-119.
37. Гаврилова Л. Как использовать кредитные деривативы / Л. Гаврилова // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 7. – С. 37-42.
38. Герасимович А.М. Відступлення прав вимог в процесі сек'юритизації активів: обліковий аспект / А.М. Герасимович // Науковий вісник Херсонського державного університету / Економічні науки. – Херсон, 2016. – № 16. – С. 31-39.
39. Герасимович А.М. Економічна сутність господарських операцій як основа облікового розмежування монетарних і немонетарних активів / А.М. Герасимович // Збірник наукових праць НАСОНА. – 2015. – № 3. – С. 75-88.
40. Гинзбург М.Ю. Сек'юритизация активов как новый инструмент финансирования деятельности компаний нефинансового сектора / М.Ю. Гинзбург // Финансы и кредит. – 2011. – № 30. – С. 48-51.
41. Глущенко В.В. Управление финансовыми рисками в коммерческих банках Украины: монография / В.В. Глущенко, В.А. Фурсова. – Харьков: Издательство ХНУ им. В.Н.Каразина. – 2007. – 275 с.
42. Грачева Р.Е. Енциклопедія бухгалтерського обліку / Р.Е. Грачева. – К.: “Галицькі контракти”, 2004. – 832 с.
43. Гуцайлюк З.В. Ризики факторингового бізнесу: обліковий вимір / З.В. Гуцайлюк // Вісник ЖДТУ / Серія: Економічні науки. – 2015. – № 2(72). – Житомир: ЖДТУ, 2015. – С. 27-31.
44. Данилкин И. Свой или чужой? Бухгалтерский аутсорсинг / И. Данилкин // Бизнес журнал. – 2005. – № 2. – С. 36-38.
45. Даценко М.І. Аутсорсинг як інструмент забезпечення ефективної організації бухгалтерського обліку на підприємстві [Електронний ресурс] / М.І. Даценко. – Режим доступу: <http://www.kontrol.donnuet.dn.ua/images/news/konferen28.11.pdf>.
46. Демчева С. Бухгалтерия чужими руками [Електронний ресурс] / С. Демчева // Практическая бухгалтерия. – 2003. – Режим доступу: [http://tby.ru/articles/buhgalteriya\\_chuzhimi\\_rukami.html](http://tby.ru/articles/buhgalteriya_chuzhimi_rukami.html).
47. Джобст А.А. Что такое сек'юритизация / А.А.Джобст // Финансы и развитие. – 2008. – № 54. – С. 48-49.

48. Дзюба Н. Факторинг – чисто финансовая услуга (налоговый и бухгалтерский учет) / Н. Дзюба // *Налоги и бухгалтерский учет.* – 2009. – № 36-37(1220-1221). – С. 35-41.
49. Дойл Д.П. Управление затратами: Стратегическое руководство / Давид П. Дойл; пер. с англ. И.В. Козырь и И.С. Сологуб. – М.: Волтерс Клівер, 2006. – 264 с.
50. Дорошенко А.С. Теорія і практика використання сек'юритизації як способу управління кредитним ризиком / А.С.Дорошенко // *Фінанси України.* – 2013. – № 12. – С. 157-161.
51. Дорошенко Г.О. Механізми мінімізації ризиків при сек'юритизації банківських активів / Г.О. Дорошенко // *Вісник економіки транспорту і промисловості.* – 2013. – Вип. 42. – С. 283-287.
52. Доунс Дж. Финансово-инвестиционный словарь / Дж. Доунс, Дж. Гудман Эллиот; пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 586 с.
53. Дрига О.П. Учет сделок по секьюритизации активов в международных стандартах финансовой отчетности / О.П. Дрига // *Проблемы разработки и внедрения национальных стандартов в соответствии с Международных стандартов финансовой отчетности: материалы республиканской научно-практической конференции (19-20 декабря 2014 г.).* – Душанбе: Таджикский национальный университет, 2014. – С. 82-86.
54. Дрига О.П. Изменение финансово-имущественного состояния компании в процессе секьюритизации ее активов [Электронный ресурс] / В.А. Иваненко, О.П. Дрига // *Государственное управление. Электронный вестник.* 2015. – № 52. – С. 224-243. – Режим доступа: <http://e-journal.spa.msu.ru>.
55. Дрига О.П. Аналіз сек'юритизації активів на фінансових ринках / О.П. Дрига // *Cutting-edge science: Materials of the XI International scientific and practical conference. Volume 4. Economic science. (April 30-May 7, 2015).* – Sheffield: Science and education LTD, 2015. – P. 57-60.
56. Дрига О.П. Бухгалтерський аутсорсинг в процесі сек'юритизації: особливості застосування в компанії спеціального призначення / О.П. Дрига // *Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу: міжнародний збірник наукових праць.* – Житомир: ЖДТУ, 2015. – Вип. 1 (31). – С. 111-126.
57. Дрига О.П. Вимоги МСФЗ до обліку процесу сек'юритизації / О.П. Дрига // *Науковий вісник Херсонського державного університету: наукове періодичне видання / Серія: Економічні науки.* – Херсон: ХДУ, “Видавничий дім “Гельветика”, 2014. – № 9. – С. 224-228.
58. Дрига О.П. Вітчизняний досвід сек'юритизації: законодавчі обмеження / О.П. Дрига // *Формування інноваційних економічних систем: фінансове забезпечення, комерціалізація інтелектуальної власності, кооперація науки і бізнесу: матеріали VI міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпропетровськ, 15-17 квітня 2015 р.).* – Д.: НГУ, 2015. – С. 108-111.

59. Дріга О.П. Договірне регулювання процесу сек'юритизації активів / О.П. Дріга // Розвиток економічної системи в умовах глобалізації: матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (м. Полтава, 13-14 листопада 2015 р.). – Херсон: Видавничий дім “Гельветика”, 2015. – 112 с.
60. Дріга О.П. Механізм сек'юритизації активів та його вплив на показники фінансового стану компанії / О.П. Дріга // Соціально-економічні підсумки 2014 року: реалії та перспективи: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 26-27 грудня 2014 року). – Львів: ЛЕФ, 2014. – Ч. 1. – С. 30-32.
61. Дріга О.П. Наукові засади обліку сек'юритизації для цілей сталого розвитку / О.П. Дріга // Менеджмент, маркетинг, підприємцтво: содействие устойчивому развитию: материалы первой международной научно-практической интернет-конференции (м. Днепропетровск-Котбус, 25-26 декабря 2014 г.). – Д.: Акцент ПП, 2015. – С. 146-148.
62. Дріга О.П. Облік операцій сек'юритизації активів у банківській практиці / О.П. Дріга // Співпраця ЄС та України: економічні тенденції: міжнародна наукова Інтернет-конференція (м. Варшава, 6-7 листопада 2014 р.). – Варшава, 2014. – С. 71-74.
63. Дріга О.П. Особливості обліку операцій сек'юритизації активів / О.П. Дріга // Бухгалтерський облік, аналіз і аудит: сучасний стан, проблеми та перспективи розвитку: II Всеукраїнська науково-практична конференція (м. Чернігів, 21 листопада 2014 р.). – Чернігів: Черніг. нац. технол. ун-т, 2014. – С. 156-158.
64. Дріга О.П. Проблеми обліку сек'юритизації активів на фінансових ринках / О.П. Дріга // Економічний простір: збірник наукових праць. – Дніпропетровськ: ПДАБА, 2015. – №96. – С. 125-132.
65. Дріга О.П. Сек'юритизація активів на фінансових ринках: обліковий аспект / О.П. Дріга // Облік, контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю: матеріали XII Міжнародної науково-практичної конференції (м. Черкаси, 13-15 травня 2015 р.). – Черкаси: ЧДТУ, 2015. – С. 64-66.
66. Дріга О.П. Сек'юритизація активів: особливості механізму здійснення та облікового відображення / О.П. Дріга // Науковий вісник НЛТУ України. – Львів: РВВ НЛТУ України. – 2015. – Вип. 25.7. – С. 182-188.
67. Дріга О.П. Сек'юритизація майбутніх платежів: обліковий аспект / О.П. Дріга // Naukowa myśl informacyjnej powieki – 2015: materiały XI Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji. Volume 2. Ekonomiczne nauki (07-15 marca 2015 r.). – Przemyśl: Nauka i studia, 2015. – P. 54-57.
68. Дріга О.П. Сек'юритизація як інноваційний інструмент управління ризиками / О.П. Дріга // Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: європейський вектор – нові виклики та можливості: тези доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 14-16 травня 2015 р.). – Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2015. – С. 126-128.
69. Дріга О.П. Сек'юритизація: аналіз поняття та сутності в контексті бухгалтерського обліку / О.П. Дріга // Бізнес Інформ. – 2014. – №11. – С. 216-220.

70. Дріга О.П. Ключові види сек'юритизації та їх характеристика: обліково-аналітичний аспект / О.П. Дріга // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу: міжнародний збірник наукових праць. – Житомир: ЖДТУ, 2014. – Вип. 3 (30). – С. 111-135.
71. Дріга О.П. Синтетична сек'юритизація в бухгалтерському обліку: особливості здійснення та вітчизняний досвід / О.П. Дріга // Вісник Житомирського державного технологічного університету / Серія: Економічні науки. – Житомир: ЖДТУ, 2015. – № 1 (71). – С. 31-39.
72. Дробницька О.Р. Вітчизняна практика сек'юритизації активів банками / О.Р. Дробницька // Сталий розвиток економіки. – 2013. – № 4. – С. 411-415.
73. Друкер П. Эффективное управление предприятием / Питер Ф. Друкер. – М.: Вильямс, 2008. – 224 с.
74. Дубовик В.В. Синтетическая секьюритизация: структура сделки, ее виды и недостатки / В.В. Дубовик // Сибирская финансовая школа: АВАЛЬ. – 2009. – № 4. – С. 73-78.
75. Енциклопедія банківської справи України / Редкол.: В.С. Стельмах (голова) та ін. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.
76. Євлаш Т.О. Облік та аналіз дебіторської заборгованості в системі управління підприємств оптової торгівлі : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.00.09 “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит (за видами економічної діяльності)” / Т.О. Євлаш. – Х., 2012. – 23 с.
77. Завидівська О.І. Теоретичні аспекти здійснення сек'юритизації іпотечних активів [Електронний ресурс] / О.І. Завидівська // Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/en\\_oif/2010\\_7\\_4/23.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/en_oif/2010_7_4/23.pdf).
78. Зав'ялова И.В. Роль секьюритизации в развитии ипотечного кредитования / И.В. Зав'ялова // Весник Самарского государственного экономического университета. – 2008. – № 12(50). – С. 41-46.
79. Загородній А.Т. Фінансово-економічний словник / А.Т. Загородній, Г.Л. Вознюк. – К.: Знання, 2007. – 1072 с.
80. Закон України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність” від 16 липня 1999 року № 996-XIV / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/996-14>.
81. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр>
82. Закон України “Про інститути спільного інвестування” від 05 липня 2012 року № 5080-VI / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>
83. Закон України “Про іпотечні облігації” від 22 грудня 2005 року № 3273-IV / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3273-15>.
84. Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 16 липня 1999 № 996-XIV / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/996-14>

85. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23 лютого 2006 року № 3480-IV / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
86. Залесова М.Г. Процесс секьюритизации как механизм совершенствования системы долгосрочного кредитования / М.Г. Залесова // Банковское дело. – 2004. – № 12. – С. 51-52.
87. Зеленина О.О. Бухгалтерський облік і аналіз формування та використання позикового капіталу: дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.06.04 “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит” / О.О. Зеленина / ЖДТУ. – Житомир, 2012. – 365 с.
88. Зозульов О. Аутсорсинг як інструмент підвищення конкурентоспроможності вітчизняних підприємств в умовах глобалізації / О. Зозульов, О. Микало // Економіка України. – 2009. – № 8. – 16-24 с.
89. Зорій О.М. Особливості застосування аутсорсингу [Текст] / Оксана Миколаївна Зорій, Тетяна Вікторівна Коваленко // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: С. І. Шкарабан (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2013. – Том 14. – № 3. – С. 18-28.
90. Исаков К.М. Инструменты диверсификации кредитных рисков как фактора модернизации экономики [Електронний ресурс] / Л.Н. Дробышевская, Е.В. Юмашева, К.М. Исаков // Научный журнал НИУ ИТМО / Серия “Экономика и экологический менеджмент”. – 2013. – № 2 (13). – Режим доступу: [http://economics.ihbt.ifmo.ru/ru/article/6662/instrumenty\\_diversifikacii\\_kreditnyh\\_riskov\\_kak\\_faktora\\_modernizacii\\_ekonomiki.htm](http://economics.ihbt.ifmo.ru/ru/article/6662/instrumenty_diversifikacii_kreditnyh_riskov_kak_faktora_modernizacii_ekonomiki.htm).
91. Исаков К.М. Инструменты диверсификации кредитных рисков как фактора модернизации экономики [Електронний ресурс] / Л.Н. Дробышевская, Е.В. Юмашева, К.М. Исаков // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». – 2011. – № 2. – Режим доступу <http://economics.open-mechanics.com/articles/387.pd>.
92. Іванков В.М. Організація бухгалтерського аутсорсингу та її оцінка в аудиті / В.М. Іванков // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. – 2012. – Вип. 22(2). – С. 231-237.
93. Івахненко С.В. Організація бухгалтерського обліку в умовах застосування комп'ютерної техніки (на прикладі підприємств Житомирської області): дис. на здобуття наук. ступення канд. екон. наук: 08.06.04 “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит”/ С.В. Івахненко – Житомирський інженерно-технологічний ін-т. – Житомир, 1998. – 225 с.
94. Ільницький Ю. Відступлення права вимоги: першорядні питання / Ю. Ільницький // Все про бухгалтерський облік. – 2014. – № 38. – С. 32-35.
95. Казаков А. История секьюритизации / А. Казаков // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 19. – С. 62-65.
96. Казаков А.А. Управление рисками при секьюритизации [Електронний ресурс] / А.А. Казаков // Энциклопедия Российской

секьюритизации – 2008. – С. 189-179. – Режим доступу: <http://rusipoteka.ru/files/articles/kazakov-2.pdf>.

97. Карпова В. Уступка права требования учет у нового кредитора / В. Карпова // Бухгалтер и закон. – 2015. – №8 (365). – С. 19-26.

98. Карпова В. Уступка права требования: учет у первоначального кредитора / В. Карпова // Бухгалтер и закон. – 2015. – №8 (365). – С. 14-18.

99. Карпова В. Облигации: учет у эмитента / В. Карпова // Бухгалтер и закон. – 2015. – №19 (375). – С. 48-53.

100. Кизо Д.И. Финансовый облік. Ч. 1./ Д.И. Кизо, Дж. Ж. Вейгант, Т.Д. Уорфилд. – Бишкек, 2006. – 557 с.

101. Кирик Т.В. Сучасний стан та перспективи розвитку договірної політики щодо орендних платежів та лізингових операцій / Т.В. Кирик // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. Міжнародний збірник наукових праць. / Серія: Бухгалтерський облік, контроль і аналіз. Випуск 3 (21), Ч. 2. – Житомир: ЖДТУ, 2011. – С.130-135.

102. Кирий В. Сек'юритизація як основний інструмент структурованого фінансування банків: теоретичні аспекти та сучасні тенденції / В. Кирий // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка / Економіка. – 2013. – № 12 (153). – С. 49-52.

103. Киселёва М.С. Секьюритизация факторинговых активов: дис. на зобуття наук. ступення. канд. екон. наук: 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” [Електронний ресурс] / М.С. Киселёва; Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». – Москва, 2012. – 168 с. – Режим доступу: <https://www.hse.ru/data/2012/06/07/1250013922/kiseleva.pdf>.

104. Кишакевич Б.Ю. Управління кредитним ризиком через сек'юритизацію активів банку / Б.Ю. Кишакевич // Економічний простір. – 2008. – № 11. – С. 117-125.

105. Кияшко О.М. Облік та аналіз дебіторської заборгованості в системі управління підприємством: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.09 “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит (за видами економічної діяльності)” / О.М. Кияшко, КНТЕУ. – Київ: [б.в.], 2011. – 20 с.

106. Кміть В.М. Консалтинг як складова стратегічного розвитку підприємства / В.М. Кміть // Обліково-аналітичне забезпечення системи менеджменту підприємства: тези доповідей наук.-практ. конф. – Львів: Видавництво Національного університету “Львівська політехніка”, 2007. – 276 с. – С. 94-95.

107. Ковалев А.П. Кредитный риск-менеджмент: монография / А.П. Ковалев. – К. :Сузір'я, 2007. – 406 с.

108. Колосинский И.А. Статистика сделок секьюритизации украинских originаторов. [Електронний ресурс] / И.А. Колосинский. – Режим доступу: <http://www.securitisation.com.ua/search?updated-min=2014-01-01T00:00:00%2B02:00&updated-max=2015-01-01T00:00:00%2B02:00&max-results=4>.

109. Котова М.В. Сек'юритизація як інструмент управління активами / М.В. Котова // Праці Одеського політехнічного університету. – 2012. – Вип. 2(39). – С. 305-308.



110. Кох Р. Менеджмент и финансы от А до Я / Р. Кох. – СПб: Издательство “Питер”, 1999. – 496 с.
111. Кох Т.У. Управление банком: пер. с англ. В 5-ти книгах, 6-ти частях / Т.У. Кох. – Уфа: Спектр, 1993. – Часть I. – 132 с.
112. Кохан В.П. Аутсорсинг і договори, що його опосередковують / В.П. Кохан // Державне будівництво та місцеве самоврядування. – 2013. – Вип. 26. – С. 159-174.
113. Кравчук І.С. Сек'юритизація банківських активів / І.С. Кравчук, В.Д. Юхимчук // Інвестиції: практика та досвід. – К., 2008. – № 1. – С. 27-31.
114. Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Л.Н. Красавина. – М., 2000. – 381 с.
115. Кривоконь О. Тенденції розвитку ринку бухгалтерських послуг / О. Кривоконь // Бухгалтерський облік і аудит. – 2008. – № 5. – С. 15-17.
116. Криклій О.А. Управління кредитним ризиком банку: монографія / О.А. Криклій, Н.Г. Маслак. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 86 с.
117. Крикунова Д. Аутсорсинг в сфері реклами / Д. Крикунова // Маркетинг и реклама. – 2007. – № 3(127). – С. 36-39.
118. Кужельний М.В. Теорія бухгалтерського обліку: [підручник] / М.В. Кужельний, В.Г. Лінник. – К.: КНЕУ, 2001. – 334 с.
119. Кузь В.І. Напрями удосконалення обліку факторингових операцій / В.І. Кузь // Вісник ЖДТУ. / Серія: Економічні науки. – Житомир: ЖДТУ, 2015. – № 2 (71). – С. 61-64.
120. Кузьминский А.Н. Организация бухгалтерского учета и анализа хозяйственной деятельности / А.Н. Кузьминский, В.В. Сопко. – К.: Вища школа, 1986. – 256 с.
121. Кутер М.И. Теория бухгалтерского учета / Под. ред. М.И. Кутера. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 640 с.
122. Лабжанія Р.Г. Місце і роль аутсорсингу в сфері послуг і виробництві / Р.Г. Лабжанія // Бізнес Інформ. – 2013. – № 7. – С. 357-361.
123. Лаврик О.Л. Сек'юритизація та кредитний дериватив як потужний інструменти в управлінні кредитним ризиком банківських установ / О.Л. Лаврик // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: В.А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. – Том 18. – № 1. – С. 188-194.
124. Лаговская Е.А. Учет операций по договору факторинга / Е.А. Лаговская // Проблемы теории та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу: міжнародний збірник наукових праць. – Житомир : ЖДТУ, 2014. – Вип. 1 (28). – С. 355-366.
125. Лебедев В.В Развитие модели секьюритизации ипотечных активов в РФ: теоретические и законодательные аспекты / В.В. Лебедев / Научные проблемы гуманитарных исследований. – 2010. – № 7. – С. 280-287.
126. Левицька С.О. Концептуальні поняття складових документообігу на вітчизняних підприємствах / С.О. Левицька, О.О. Осадча // Вісник

Житомирського державного технологічного університету / Економічні науки. – Житомир: ЖДТУ, 2011. – № 3 (57). – С. 79-81.

127. Лень В.С. Бухгалтерський облік в Україні: основи та практика: [навчальний посібник] / В.С. Лень, В.В. Гливенко. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 576 с.

128. Литвинова С.А. Секьютиризация ипотечных кредитов как форма экономического обеспечения ипотечного кредитования / С.А. Литвинова // Современные исследования социальных проблем. – 2010. – № 3 (03). – С. 120-123.

129. Логіненко Л.О. Аутсорсинг як інструмент оптимізації та підвищення ефективності бізнесу / Л.О. Логіненко, Ю.Ю. Фролова // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 6(48). – С. 115-125.

130. Лопатина Д.А. Секьюритизация как инструмент финансирования в международном обороте-частноправовые аспекты / Д.А. Лопатина // Право и политика. – 2009. – № 6. – С. 1290-1298.

131. Люу Ю-Д. Методы и алгоритмы финансовой математики: монография / Ю-Д. Люу; пер. с англ. – М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2007. – 751 с.

132. Мазур О. Новые тенденции в структурировании сделок секьюритизации: анализ успешных юридических моделей и ожидаемые изменения в правовом регулировании [Электронный ресурс] / О. Мазур // Деловой завтрак для эмитентов: “Новации реформы листинга и иные новеллы законодательства о рынке ценных бумаг”, 20 марта 2014. – Режим доступа: <http://www.bakermckenzie.com>.

133. Макарова Н.Н. Договорная политика как составляющая учетной политики: современные концепции формирования: монография / Н.Н. Макарова. – М.: ИД “Финансы и кредит”, 2009. – 104 с.

134. Макарович В.К. Обліково-аналітичне забезпечення управління ризиками факторингового бізнесу: дис. на здобуття наукового ступеня канд. екон. наук: 08.00.09 “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит (за видами економічної діяльності)” / В.К. Макарович; Житомирський державний технологічний університет. – Житомир 2015. – 260 с.

135. Мельникас М. Правовые вопросы применения секьюритизации активов в России / М. Мельникас, Е. Сушкова // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 3. – С. 42-47.

136. Мендлтон Д. Бухгалтерский учет и принятие финансового решения / Пер. с англ.; Под ред. Елисейевой. – М.: Аудит. Юнити, 1997. – 408 с.

137. Методичні вказівки з інспектування банків “Система оцінки ризиків” № 104 від 15 березня 2004 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/v0104500-04/page>

138. Методичні рекомендації з бухгалтерського обліку основних операцій фінансових установ, що надають послуги факторингу: Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України №787 від 29 жовтня 2009 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dsrnfu/Method\\_factoring.htm](http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dsrnfu/Method_factoring.htm).

139. Методичні рекомендації щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України № 361 від 02 серпня 2004 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/v0361500-04>.
140. Митин Е.А. Влияние секьюритизации ипотечных кредитов на финансовый результат деятельности кредитной организации: автореф. дис. на соискание уч. степени канд. экон. наук.: 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” / Е.А. Митин; Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова. – М.: 2011. – 25 с.
141. Міжнародний стандарт фінансової звітності (IFRS) 9 “Фінансові інструменти” / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art\\_id=92410&cat\\_id=92408](http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=92410&cat_id=92408)
142. Молотников А.Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг / А.Е. Молотников. – М.: Стартап, 2013. – 552 с.
143. Мочерний С.В. Економічний енциклопедичний словник: у 2 т. Т. 2 / С.В. Мочерний, Я.С. Ларіна, О.А. Устинко, С.І. Юрій / За ред. С.В. Мочерного. – Львів: Світ, 2006. – 568 с.
144. Мошкова М. Сек'юритизація іпотечних активів: проблеми та перспективи розвитку / М. Мошкова // Вісник Київського національного університету ім. Т.Шевченка: сер.: Економіка. – 2010. – Вип. 117. – С. 52-55.
145. Науменкова С.В. Функціонування недержавних пенсійних фондів на ринку фінансових послуг в Україні / С.В. Науменкова // Фінанси України. – 2010. – № 4. – С. 3-16.
146. Наумов Д. Сек'юритизація – інноваційний фінансовий механізм // Д. Наумов // Банківська справа. – 2009. – №1. – С. 65-83.
147. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності” від 07 лютого 2013 року № 73 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>
148. Некторов А. Философия секьюритизации активов / А. Некторов // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. – № 9. – С. 50-56.
149. Николова Л.В. Секьюритизация банковских активов как инновация многопланового характера / Л.В. Николова, А.Р. Омеляненко // Фундаментальные исследования. – 2013. – № 11. – С. 1655-1660.
150. Новак О.С. Сек'юритизація активів фінансових інститутів (на основі інвестиційних фондів): автореф. дис. на здобуття наук. ступення канд. экон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси, кредит” / О.С. Новак. – Київ: ННЦ “ІАЕ”, 2012. – 21 с.
151. Новак О.С. Інструменти сек'юритизації активів на основі інвестиційних фондів / О.С. Новак // Вісник Житомирського державного технологічного університету / Економічні науки. – Житомир: ЖДТУ, 2015. – № 1 (71). – С. 239-245.
152. Новикова Т.С. Секьюритизация как способ финансирования строительных предприятий нефтегазового комплекса [Електронний ресурс] / Т.С. Новикова, А.Ю. Петровичев // Вестник Новосибирского государственного

университета / Серия: Социально-экономические науки. – 2012. – Т. 12, Вып. 4. – С. 67-79.

153. Новіченко Л.С. Застосування механізму сек'юритизації активів для фінансування лізингових проектів в сегменті ІТ-обладнання: специфіка облікового відображення / Л.С. Новіченко// Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу: міжнар. зб. наук. пр. – Вип. 3 (33). – Житомир : ЖДТУ, 2015. – С. 196-209.

154. Новіченко Л.С. Належна організація співпраці в умовах аутсорсингу як запорука ефективного ведення бухгалтерського обліку процесу сек'юритизації активів [Електронний ресурс] / Л.С. Новіченко// Глобальні та національні проблеми економіки: електронне наукове видання. – Випуск № 8. – Миколаїв: Миколаївський національний університет ім. В.О. Сухомлинського, 2015 р. – С. 1149-1153. – Режим доступу: <http://global-national.in.ua/issue-8-2015>

155. Олійник О.В. Ефективність функціонування системи бюджетування: теоретичні засади та методика оцінки / О.В. Олійник, Ю.В. Чибісов // Вісник ЖДТУ. – 2007. – № 3 (41). – С. 81-87.

156. Олійник О.В. Формування облікової політики щодо витрат підприємства / О.В. Олійник // Технічний прогрес та ефективність виробництва: Збірка наукових праць / Вісник Національного технічного університету “Харківський політехнічний інститут”. – 2001. – Випуск 24. – 280 с.

157. Організація бухгалтерського обліку: [навч. посіб.] / Ю. Чацкіс, Е.С. Гейер, О.А. Наумчук, І.О. Власова. – К.: Центр учбової літератури, 2011. – 564 с.

158. Островерха Р.Е. Організація обліку: [навчально-методичний посібник] / Р.Е. Островерха. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2008 – 318 с.

159. Павельева Е.А. Методики расчета денежных потоков выпуска ценных бумаг, эмитируемых в результате секьюритизации активов, при различных вариантах структурирования облигаций / Е.А. Павельева // Современная экономика. – 2013. – № 7 (43). – С. 33-45.

160. Павельева Е.А. Организационно-методическое обеспечение процесса секьюритизации активов на российском финансовом рынке: автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук: 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” / Е.А. Павельева. – Воронеж, 2013. – 25 с.

161. Павельева Е.А. Подходы к определению секьюритизации активов / Е.А. Павельева // Актуальные проблемы развития территорий и систем регионального и муниципального управления: материалы 8-й междунар. науч.-практ. конф./ [под. ред. И.Е. Рисина]. – Вып. 1. – Воронеж: Воронежский государственный педагогический университет, 2013. – С. 84-88.

162. Палий В.Ф. АСУ и проблемы теории бухгалтерского учета / В.Ф. Палий, Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1988. – 207 с.

163. Пенкина И. Рынок секьюритизации в России [Електронний ресурс] / И. Пенкина // Биржевое обозрение. – 2007. – № 5. – Режим доступу: <http://www.russiansecuritisation.ru/pdf/2.pdf>.

164. Перепаддя І.М. Сек'юритизація активів на світових фінансових ринках автореф. дис. на здобуття наук ступеня канд. екон. наук: 08.00.02 "Світове господарство і міжнародні економічні відносини" / І.М. Перепаддя; Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України. – Київ, 2011. – 20 с.

165. Перетятко А.Ю. Забезпечення конкурентних переваг підприємства на основі аутсорсингу бізнес-процесів [Електронний ресурс] / А.Ю. Перетятко. – Режим доступу: <http://eprints.kname.edu.ua/37000/1/209-213%20Перетятко%20АЮ.pdf>.

166. Петрук О.М. Управління ризиками сек'юритизації інвестиційних фондів / О.М. Петрук, О.С. Новак // Фаховий журнал "Облік і фінанси АПК". 2012. – № 2. – С. 86-90.

167. Петрук О.М. Облікова політика підприємства як елемент регламентації бухгалтерського обліку / О.М. Петрук // Магістеріум. – 2004. – № 4. – С. 15-17.

168. Податковий Кодекс України: Кодекс України прийнятий Верховною Радою України від 02.12.2011 № 2755-VI. [Електронний ресурс]: / Верховна ада України - Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>

169. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 10 "Дебіторська заборгованість" № 237 від 08 жовтня 1999 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0725-99>.

170. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 11 "Зобов'язання" № 20 від 31 січня 2000 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0085-00>.

171. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 12 "Фінансові інвестиції" № 91 від 26 квітня 2000 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0284-00>.

172. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 "Фінансові інструменти" № 55 від 30 листопада 2001 року 9 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01>.

173. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 15 "Дохід" № 290 від 29 листопада 1999 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0860-99>.

174. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 16 "Витрати" № 318 від 31 грудня 1999 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0027-00>.

175. Положення про особливості бухгалтерського обліку операцій інститутів спільного інвестування № 1611 від 06 жовтня 2015 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1302-15>.

176. Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України № 1336 від 30 липня 2013 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1444"13/paran18#n18](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1444).

177. Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування № 1753 від 10 вересня 2013 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1689-13>.
178. Поплюйко А.М. Бухгалтерський аутсорсинг: сучасний стан та перспективи розвитку в Україні / А.М. Поплюйко // *Фінанси, облік і аудит*. – 2011. – Вип. 18. – С. 335-340.
179. Посохов И.М. Актуальность секьюритизации рисков в страховании и перестрахования в современных условиях / И.М.Посохов // *Финансы*. – 2012. – №31. – С. 12-19.
180. Правила ведення бухгалтерського обліку основних операцій інститутів спільного інвестування від 19 березня 2015 року / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/about\\_uuib/internal\\_docs/standards/193880.html](http://www.uaib.com.ua/about_uuib/internal_docs/standards/193880.html).
181. Прокопенко В. Відступлення права вимоги: податковий і бухгалтерський облік / В. Прокопенко // *Все про бухгалтерський облік*. – 2014. – № 38. – С. 35-42.
182. Разумова И.А. Современные тенденции развития секьюритизационных сделок / И.А. Разумова // *Ученые записки Международного банковского института*. Вып. №6. Модернизация экономики России: ответы на вызов времени / Под науч. ред. А.С. Харланова. – СПб.: Изд-во МБИ, 2013. – 187 с. – С. 112-120.
183. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 6-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2015. – 512 с.
184. Раковський Д. Питання сек'юритизації банківських активів в Україні / Д. Раковський // *Ринок цінних паперів України*. – 2006. – № 9-10. – С. 31-33.
185. Рачкевич А.Ю. Секьюритизация: характерные признаки и определение / А.Ю. Рачкевич, И.А. Алексеева // *Деньги и кредит*. – 2008. – № 8. – С. 22-31.
186. Роджер Л. Миллер *Современные деньги и банковское дело*: Пер. с англ. / Роджер Л. Миллер, Дэвид Д. Ван-Хуз. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXIV, 856 с.
187. Рожков А.В. Синтетическая секьюритизация и ее различные проявления / А.В. Рожков // *Вестник Самарского государственного экономического университета*. – 2010. – № 10 – С. 100-105.
188. Романчук К.В. Організація та методика бухгалтерського обліку договірному процесу (на прикладі діяльності пром. підприємств України): автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.06.04 “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит” / К.В. Романчук; Держ. акад. статистики, обліку та аудиту Держкомстату України. – К., 2005. – 21 с.
189. Роуз П.С. Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг / П.С. Роуз.; пер. с англ. – 2-е изд. – Москва: Дело, 1997. – 743 с.
190. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг / Б.Б. Рубцов. – М.: Экзамен, 2002. – 448 с.

191. Руденко М. Аутсорсинг в консалтинговой деятельности / М. Руденко // Маркетинг. – 2009. – № 2 (105). – С. 96-102.
192. Рыжов А. Организация и структурирование сделок секьюритизации: роль независимого финансового консультанта / А. Рыжов // Энциклопедия российской секьюритизации. – 2008. – С. 277-284.
193. Рябокiнь М.В. Формування фiнансового механiзму сек'юритизацiї активiв: теоретичний аспект / М.В. Рябокiнь / Актуальнi проблеми розвитку економiки / Науковий збiрник. – 2009. – Випуск 5. – С. 274-281.
194. Савич В.І. Іпотечне кредитування в Україні: суперечності та тенденції розвитку / В.І. Савич. – Івано-Франківськ: ІМЕ “Галицька академія”, 2006. – 552 с.
195. Савченко А.А. Аутсорсинг: його сутність, види та форми / А.А. Савченко // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2013. – Вип. 1(3). – С. 261-263.
196. Сайфиева С.Н. Аутсорсинг в свете экономической теории / С.Н. Сайфиева, М.А. Быкадоров // Вестник Государственного университета управления. – 2007. – №3 (3). – С. 175-180.
197. Саломатина С. Ю. Секьюритизация: терминологический аспект / С.Ю. Саломатина // Концепт. – 2014. – № 8. – С. 23-24.
198. Санникова Т. Последовательное и пропорциональное погашение многотраншевых структурированных ценных бумаг / [Электронный ресурс] / Т. Санникова. – Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/fies/articles/2008/sannikova>.
199. Свiрко С.В. Органiзацiя бухгалтерського облiку в бюджетних установах: [навч. посiбник] / С.В. Свiрко. – К.: КНЕУ, 2003. – 380 с.
200. Сек'юрiтiзацiя // БiЗНЕС – новини України / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://business-x.biz/seksyuritizaciya-biznes-novini-ukra%D1%97ni/>.
201. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л.-Л. Вольф, А. Чинг.; перед. [с англ. язык.] О.В. Смородинова при участии В. Качуро. – Москва: Вершина, 2007. – 592 с.
202. Селивановский А. На пути к SPV / А. Селивановский // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №11. – С. 29-33.
203. Селивановский А. Правовые риски ипотечного агента / А. Селивановский, В. Гафарова // Хозяйство и право. – 2005. – № 8-9. – С. 40-48.
204. Селюков В.К. Управление финансовыми рисками на рынке жилищного ипотечного кредитования / В.К. Селюков, С.Г. Гончаров // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – № 4. – С. 110-118.
205. Семанюк В.З. Теоретичне обґрунтування аутсорсингу облiкової функцiї на підприємствi / В.З. Семанюк // Глобальнi та національнi проблеми економiки. Електронне наукове видання. – 2015. – Вип. 6. – С. 871-876.
206. Сергиенко О. Критерии выбора компании-аутсорсера / О. Сергиенко // Еженедельник АПТЕКА. – 2008. – № 43 (664). – С. 93.
207. Синиця Т.В. Бухгалтерський аутсорсинг як iнновацiйний iнструмент оптимiзацiї дiяльностi підприємств / Т.В. Синиця // Збiрник наукових праць Харкiвського національного педагогiчного унiверситету iменi Г. С. Сковороди. Економiка. – 2014. – Вип. 14. – С. 171-177.

208. Синки Дж. мл. Управление финансами в коммерческих банках: пер. с англ. 4-го переработанного изд. / Под ред. Р.Я. Левиты, Б.С. Пинскера. – М.: 1994, Catallaxy. – 820 с.
209. Скакун Л.С. Бухгалтерський облік на договірних умовах: сутність та передумови ведення / Л.С. Скакун // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу: міжнар. зб. наук. пр. / Серія : Бухгалтерський облік, контроль і аналіз. – Вип. 3 (12). – Житомир: ЖДТУ, 2008. – С. 407–418.
210. Скакун Л.С. Процес вибору зовнішнього суб'єкта ведення бухгалтерського обліку / Л.С. Скакун // Збірник наукових праць / Економіка: проблеми теорії та практики. – Випуск 251: в 6 томах. – Т. II. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2009. – С. 478-486.
211. Скоробогата Л.В. Концепція облікової оцінки операцій по заміні кредитора у зобов'язанні / Л.В. Скоробогата // Вісник Хмельницького національного університету. – 2009. – №6. – С.184-191.
212. Скоробогатова В.В. Бухгалтерський облік та контроль монетарних активів: проблеми теорії та методології : монографія / В.В. Скоробогатова ; ЖДТУ. – Житомир: ЖДТУ, 2012. – 519 с.
213. Сліпушко О.М. Політичний і фінансово-економічний словник / О.М. Сліпушко. – Київ: Видавництво “Криниця”, 1999 р. – 389 с.
214. Словарь русского языка / [сост. Ожегов С.И.]. – изд. 7-е, стереотип. – М.: “Сов. Энциклопедия”, 1968. – 900 с.
215. Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: “АртЕк”, 2000. – 640 с.
216. Сльозко Т.М. Організація обліку: [навч. пос.] / Т.М. Сльозко. – К.: Центр навчальної літератури, 2008. – 224 с.
217. Смирнов Э.А. Основы теории организации / Э.А. Смирнов. – М.: Аудит, Юнити, 1998. – 375 с.
218. Солдатова А.О. Факторинг и секьюритизация финансовых активов: учеб. пособие / А.О. Солдатова. – М.: Высшая школа экономики, 2013. – 1181 с.
219. Сопко В. Організація бухгалтерського обліку, економічного контролю та аналізу: [підручник] / В. Сопко, В. Завгородній. – К.: КНЕУ, 2004. – 411 с.
220. Струк Н.С. Фінансово-облікове забезпечення факторингових партнерських угод в Україні / Н.С. Струк // Вісник нац. ун-ту “Львівська політехніка”: зб. наук. праць. – 2009. – № 647. – С. 221-228.
221. Суворов Г.П. Моделирование досрочных погашений ипотечных кредитов [Электронный ресурс] / Г.П. Суворов // Аналитический центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/files/articles/2008/souvorov-29.pdf>.
222. Супрунович Е.А. Секьюритизация активов: опыт и перспективы / Е.А. Супрунович // Аналитика без границ. – 2010. – № 39. – С. 2-5.
223. Терещенко Н.Н. Секьюритизация и ее роль в финансировании инвестиционных проектов: автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук: спец. 08.00.10 / Н.Н. Терещенко; Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования



«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». – Москва, 2011. – 25 с.

224. Ткаченко Н. Сек'юритизація фінансових активів: особливості використання в банках / Н. Ткаченко, Д. Чеховський // Вісник НБУ. – 2014. – С. 54-60.

225. Ткаченко Н.М. Бухгалтерський фінансовий облік на підприємствах України: [підручник для студ. вищих навч. закладів економ. спец.] / Н.М. Ткаченко – [5-те вид., допов. і перероб.] – К.: А.С.К., 2000. – 784 с.

226. Ткачук Н.М. Сек'юритизація банківських активів: характерні типи та особливості проведення / Н.М. Ткачук // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – №2. – С. 50-55.

227. Тогонидзе Д.И. Теоретические подходы и виды секьюритизированных активов / Д.И. Тогонидзе // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2011. – № 37 (79). – С. 52–55.

228. Толмачева А.А. Секьюритизация финансовых активов и ипотечные ценные бумаги / А.А. Толмачева // Труды Института Системного Анализа РАН. – 2007. – Т. 30. – С. 71-94.

229. Туктаров Ю.Е. Синтетическая секьюритизация / Ю.Е. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 11. – С. 36-40.

230. Улюкаев С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать? [Электронный ресурс] / С. Улюкаев // Электронная публикация журнала «Экономическая политика». – 2010. – № 1. – Режим доступа: <http://rusipoteka.ru/files/articles/ulukaev-1.pdf>.

231. Усоскин В.М. Секьюритизация активов / В.М. Усоскин // Деньги и кредит. – 2002. – № 5. – С. 39-44.

232. Учетная политика: бухгалтерская и налоговая: организационный, методический и технический аспекты / Е.А. Нестерова, Н.М. Балакирева, И.Э. Гущина. [Под ред. Е.А. Нестеровой]. – М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2003. – 232 с.

233. Фабоцци Ф.Дж. Управление инвестициями / Ф.Дж. Фабоцци. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 556 с.

234. Федоров Б.Г. Современные валютно-кредитные рынки / Б.Г. Федоров. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 159 с. – С. 80.

235. Федорченко О.Є. Сутність факторингу та його роль в управлінні дебіторською заборгованістю на підприємстві / О.Є. Федорченко // Економічний простір. – 2008. – №13. – С. 237-243.

236. Философский словарь / Под ред. И.Т. Фролова. – [4-е изд.]. – М.: Политиздат, 1980. – 445 с.

237. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под ред. проф. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 640 с.

238. Фисюн О.А. Секьюритизация ипотечных кредитов на основе анализа платежных потоков: автореф. дис. на соискание уч. степени канд. экон. наук специальности: 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” / О.А. Фисюн; Самарский государственный экономический университет. – Самара, 2010. – 21 с.

239. Фімушкіна В.А. Сучасний стан, переваги та недоліки аутсорсингу бухгалтерського обліку / В.А. Фімушкіна // Управління розвитком. – 2013. – № 17. – С. 33-35.
240. Фінансовий словник-довідник / М.Я. Дем'яненк, Ю.Я. Лузан, П.Т. Каблук, В.М. Скупий та ін.; за ред. М.Я. Демяненко. – К.: ІАЕ УААН, 2005. – 555 с
241. Фурсова В. Теоретичні аспекти класифікації сек'юритизації активів / В. Фурсова // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 11 (165). – С. 56-59.
242. Хасанов Р.Р. Риски отношений секьюритизации и механизмы их снижения / Р.Р. Хасанов // Проблемы современной экономики: евразийский межрегиональный научно-аналитический журнал / Гл. ред. Н.Ф. Газизуллин. – СПб. – 2010. – № 3. – С. 234-236.
243. Хейр Л. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Л. Хейр и др.; пер. с англ.: Е. Пестеревой, А. Куницына, М. Черноглазовой; ред. В. Ионов; под ред. Л. Хейра. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 416 с.
244. Хрипко Ю. Не ваше дело. Аутсорсинг: Практикум / Ю. Хрипко // Украина промышленная. – 2007. – № 1. – С. 48-52.
245. Хюфнер М. Рынок секьюритизации в Европе: новое распределение ролей / М. Хюфнер // Корпоративный юрист. – 2006. – №7. – С. 16-19.
246. Царенко О. В. Аутсорсинг як інструмент оптимізації бізнес-процесів підприємства / О. В. Царенко, А. С. Прокопенко // Науковий вісник Академії муніципального управління / Серія : Економіка. – 2011. – Вип. 10. – С. 73-80.
247. Черемисин Д.В. Аутсорсинг как элемент современного хозяйственного механизма: теоретический аспект: диссертация на соискание ученой степени к.э.н.: спец. 08.00.01 “Экономическая теория” / Д.В. Черемисин. – Москва 2005. – 148 с.
248. Чижевська Л.В. Словник економічних термінів: економічна теорія, бухгалтерський облік / Л.В. Чижевська, Д.Л. Лозинський / За ред. проф. Ф.Ф. Бутинця. – Житомир: ЖДТУ, 2011. – 160 с.
249. Чуб Е. К вопросу использования банками механизмов секьюритизации активов / Е. Чуб // Банковское дело. – 2009. – № 3 (87). – С. 69-70.
250. Чубук Л.П. Механізм сек'юритизації та його роль для підвищення конкурентоспроможності фінансових інститутів / Л.П. Чубук // Теоретичні та прикладні питання економіки. – К: ВПЦ «Київський університет». – 2009. – №18. – С. 324-332.
251. Шаповал А.В. Проблемы рейтингования сделок секьюритизация [Электронный ресурс] / А.В. Шаповал // Теория и практика общественного развития. – 2012. – № 10. – Режим доступа: <http://teoria-practica.ru/vipusk-10-2012/>.
252. Шаповал А.В. Секьюритизация активов как альтернативный метод привлечения финансирования: автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук: спец. 08.00.10 / ФГБОУ ВПО “Саратовский государственный социально-экономический университет” / А.В. Шаповал. – Саратов, 2012. – 20 с.

253. Шевцова О. Аутсорсинг у маркетинговій діяльності підприємств / О. Шевцова, Ю. Андрюшкевич // Маркетинг в Україні. – 2007. – № 4. – С. 49-53.
254. Шевченко О.Г. Сучасні тенденції у формуванні світового фондового ринку / О.М. Юркевич, О.Г. Шевченко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 1. – С. 301-307
255. Шейко О.П. Сек'юритизація фінансових активів – інноваційний механізм рефінансування та управління ризиками / О.П. Шейко // Фін.-кредит. діяльн.: пробл. теорії та практики. – 2011. – Вип. 2. – С. 154-160.
256. Шишханов М.О. Управленческий консалтинг. Словарь-справочник / М.О. Шишханов. – М.: Анкил, 2006. – 896 с.
257. Щетинин Е.Ю. О современных подходах к страхованию кредитных рисков / Е.Ю. Щетинин, Ю.Г. Прудников // Финансы и кредит. – 2007. – № 39. – С. 25-33.
258. Экономический словарь / А.И. Архипов, Е.Г. Багудина, С.А. Балашов. – 2 изд. – Проспект, 2015. – 672 с.
259. Экономический словарь / А.Н. Азрилиян, О.М. Азрилиян, О.В. Квардакова / Под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Омега-Л, 2015. – 1152 с.
260. Ягмур К.А. Наукове обґрунтування структури і змісту облікової політики щодо витрат на виробництво будівельної продукції / К.А. Ягмур // Вісник ДонНУЕТ. – 2009. – № 3(43). – С. 258-267.
261. Язлюк Б.О. Теорія і практика оцінки економічної ефективності інвестиційно-інноваційного бізнес-портфеля / Б.О. Язлюк, В.С. Здреник // Вісник ЖДТУ. – 2011. – № 1 (55). – С. 199-202.
262. Яковлев А.Р. Развитие институционального механизма взаимодействия крупных и малых фирм в современной российской экономике: автореф. дис. на соискание ученой степени канд. эконом. наук: спец. 08.00.01 “Экономическая теория” / А.Р. Яковлев. – Волгоград, 2007. – 27 с.
263. Ямборко Н. Вплив облікової політики на фінансовий результат і оподатковуваний прибуток підприємства / Н. Ямборко // Бухгалтерський облік і аудит. – 2001. – № 6. – С. 23-29.
264. Ясеновец И. Кредитный рейтинг ипотечных ценных бумаг [Электронный ресурс] / И. Ясеновец, И. Стругацкий // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №5. – Режим доступа: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=3936>.
265. Cameron L. Statement of Cameron / L. Cowan // American Securitisation Forum. – 2003. – 9 p.
266. Claire A. Hill, Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons [Электронный ресурс] / Hill A. Claire // 74 WASH. U. L.Q., 1996. – 1061 p. – Режим доступа: <http://opensample.info/securitization-a-low-cost-sweetener-for-lemons>.
267. Davidson A. Securitization: Structuring and Investment Analysis / A. Davidson, A. Sanders, L.-L. Wolff, A. Ching. – John Wiley & Sons, 2003. – 576 p.
268. Davies J. The financial jungle: a guide to credit derivatives / J. Davies, J. Hewer, Ph. Rivett. – Pricewaterhouse Coopers : London, 2001.

269. Dictionary of Financial Terms / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.lightbulbpress.com/financial\\_content/dictionary.shtml](http://www.lightbulbpress.com/financial_content/dictionary.shtml).
270. Dvorak Yuliy A Transplanting Asset Securitization: Is the Grass Green Enough on the Other Side / Yuliy A. Dvorak // Houston L., Rev.2001. – Vol.38. – 550 p.
271. Fabozzi F.J. Mortgage-backed securities: products, structuring, and analytical techniques / F.J. Fabozzi. – Hoboken, NJ: Wiley, 2007. – 318 p.
272. Farlex Financial Dictionary, 2009 / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>.
273. France J. Pan-European Securitisation / J. France, R. Berry. – L. 1992.
274. Frankel T. The Law of Cross-border securitization: Lex Juris / T. Frankel // 12 Duke Journal of Comparative & International Law, 477 (2002).
275. Gordon H. Sellon. The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism / H. Gordon // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. – 2002. – 31 p.
276. Guidelines on credit risk management. Best practices in risk management for securitized products [Электронный ресурс] / Prepared by Oesterreichische Nationalbank (OeNB) and Financial Market Authority (FMA). – Vienna, 2004. – Режим доступа: [https://www.oenb.at/dam/jcr:1db13877.../rating\\_models\\_tcm16-22933.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:1db13877.../rating_models_tcm16-22933.pdf)
277. Hahn R.J. Securitization: An Introduction / R.J. Hahn // Hunton&Williams. – 2005. – № 2. – P. 23.
278. Hill C.A. Regulating the Rating Agencies [Электронный ресурс] / C.A. Hill // Washington University Law Quarterly. – 2004. – Vol. 8. – P. 43-95. – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract-452022>
279. Irvine, Calif, U.S. Foreclosure activity increases 75 percent in 2007, RealtyTracR. 2008. Jan. 29 / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.realtytrac.com/news/foreclosure-trends/realtytrac-july-2015-u-s-foreclosure-market-report/>.
280. Jobst A. Sovereign Securitization in Emerging Markets / A. Jobst // Journal of structured Finance. – 2006. – Vol. 12. – № 3. – P. 2-13.
281. Kaufman H. Our Risky New Financial Markets [Электронный ресурс] / H. Kaufman // The Wall Street Journal. – 2007. – August 15. – Режим доступа: <http://www.wsj.com/articles/SB118714343807498116>.
282. Ketkar C. Suhas Laxman and Ratha, Dilip, Development Financing during a Crisis: Securitization of Future Receivables (April 2001) / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=632651>.
283. Kopff G. Auto Loan Securitization: A Case Study of the U. S. Auto Finance Industry. 1993.
284. Kumpan C. Conflicts of Interest in Securitisation: Adjusting Incentives / C. Kumpan // Journal of Corporate Law Studies. – 2009. – № 9. – P. 261-295.
285. Lipson J.C. Defining securitization [Электронный ресурс] / J.C. Lipson. – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1996017>.
286. Morse H. Reference Checking in Seven Easy Steps / H. Morse // Outsourcing Journal. – 2001. – September. – S. 1-8.

287. Obay L. Financial innovation in the Banking Industry. The Case of Asset Securitization / L. Obayn // Garland Publishing, Inc. N.Y. & London, 2000. – P. 71.
288. Od auditingu do sponsoringu w rachunkowości / Praca zbiorowa pod red. nauk. Kseni Czubakowskiej. – Warszawa: PWE, 2007. – 268 s.
289. Oleński J. Strategije outsourcingu informacyjnego w sektorze publicznym / J. Oleński. – Katowice, 2005. – С. 11-29.
290. Satyajit D. Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products / D.Satyajit. – 3rd ed. – Singapore : John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, 2005. – 800 p.
291. Schengzhe Wang True Sale Securitization in Germany and China / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.true-sale-international.de](http://www.true-sale-international.de).
292. Schwarcz S.L. The Alchemy of Asset Securitization / S.L. Schwarcz // Stanford Journal of Law Business and Finance. – 1994. – Vol. 1, № 1. – P. 133-154.
293. Sharpe M. Outsourcing organizational competitiveness and work / M. Sharpe // Journal of Labour Research. – 1997. – № 4. – S. 545-549.
294. Smallman J.D. Securitization and the global market / J.D. Smallman // MPhil thesis, London School of Economics and Political Science. – United Kingdom, 1993. – 292 p.
295. Tavakoli J. Collateralized Debt Obligations & Structured Finance / J. Tavakoli. – John Wiley & Sons, 2003. – 352 p.
296. Wray L.R. Lessons from the Subprime Meltdown [Електронний ресурс] / L.R. Wray // Levy Economics Institute. Working Paper. – 2007. – № 522. – P. 64. – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=1070833>.

# ДОДАТКИ

## ПЕРЕЛІК ДОДАТКІВ

<i>Додаток</i>	<i>Назва додатку</i>
<b>Додаток А</b>	Підходи західних науковців до передумов виникнення сек'юритизації
<b>Додаток Б</b>	Трактування причин появи сек'юритизації в широкому розумінні
<b>Додаток В</b>	Дослідження сутності сек'юритизації у довідковій та науковій літературі <i>Таблиця В. 1</i> Визначення поняття сек'юритизації у довідковій літературі <i>Таблиця В. 2</i> Підходи до трактування сек'юритизації активів у науковій літературі
<b>Додаток Д</b>	Ключові аспекти сек'юритизації активів, виділені у досліджених визначеннях її сутності
<b>Додаток Е</b>	Класифікація сек'юритизації активів <i>Таблиця Е. 1</i> Підходи науковців до класифікації сек'юритизації активів <i>Таблиця Е. 2</i> Систематизація підходів науковців до класифікації сек'юритизації
<b>Додаток Ж</b>	Основні функції сек'юритизації активів
<b>Додаток З</b>	Моделі балансової сек'юритизації активів <i>Рис. 3.1.</i> Модель синтетичної сек'юритизації активів зі створенням SPV <i>Рис. 3.2.</i> Схема реалізації кредитного дефолтного свопу в умовах синтетичної сек'юритизації без створення SPV <i>Рис. 3.3.</i> Модель сек'юритизації бізнесу
<b>Додаток К</b>	Характеристика ризиків сек'юритизації активів
<b>Додаток Л</b>	Критерії придатності активів для сек'юритизації за Х.П. Бером
<b>Додаток М</b>	Характеристика траншів
<b>Додаток Н</b>	Вітчизняна модель класичної сек'юритизації активів на основі фонду сек'юритизації, запропонована О.С. Новак
<b>Додаток П</b>	Рейтингова шкала для оцінки ризиків інвестування
<b>Додаток Р</b>	Розроблені форми облікових відомостей щодо операцій сек'юритизації активів у оригінатора <i>Зразок Р. 1.</i> Реєстр дебіторів (прав грошової вимоги) за укладеними договорами (ДЗ-1) <i>Зразок Р. 2.</i> Відомість обліку виникнення та погашення дебіторської заборгованості за договорами (ДЗ-2)

<b>Додаток С</b>	Розроблені форми первинних документів щодо операцій сек'юритизації активів у оригінатора <i>Зразок С. 1.</i> Реєстру договорів, включених до пулу активів, що сек'юритизуються (ПАС-1) <i>Зразок С. 2.</i> Акт приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги (ПАС-3) <i>Зразок С. 3.</i> Акт приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються (ПАС-2)
<b>Додаток Т</b>	Розроблені форми внутрішньої бухгалтерської звітності щодо операцій сек'юритизації активів у оригінатора <i>Зразок Т. 1.</i> Звіт про структуру дебіторської заборгованості за укладеними договорами (ЗВДЗ-1, кварталний) <i>Зразок Т. 2.</i> Звіт про стан здійснення платежів дебіторами за укладеними договорами (ЗВДЗ-2, місячний)
<b>Додаток У</b>	Принципи припинення визнання фінансового активу оригінатором відповідно до МСФЗ 9 «Фінансові інструменти» <i>Додаток У. 1</i> Алгоритм припинення визнання фінансового активу оригінатором відповідно до МСФЗ 9 «Фінансові інструменти» <i>Додаток У. 2</i> Положення МСФЗ 9 «Фінансові інструменти» щодо припинення визнання фінансового активу оригінатором
<b>Додаток Ф</b>	Підходи до трактування поняття «аутсорсинг»
<b>Додаток Х</b>	Етапи організації бухгалтерського обліку*
<b>Додаток Ц</b>	Критерії вибору зовнішніх фахівців, які наводяться в працях різних авторів
<b>Додаток Ш</b>	Зразок форми графіку документообігу на SPV
<b>Додаток Щ</b>	Запропоновані форми внутрішньої звітності щодо операцій сек'юритизації активів на SPV <i>Таблиця Щ. 1.</i> Характеристика внутрішньої звітності SPV щодо операцій сек'юритизації активів <i>Зразок Щ. 1.</i> Звіт про структуру сек'юритизованих активів; <i>Зразок Щ. 2.</i> Звіт про стан здійснення платежів за сек'юритизованими активами <i>Зразок Щ. 3.</i> Звіт про результати випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами <i>Зразок Щ. 4.</i> Звіт про підсумки погашення цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами; <i>Зразок Щ. 5.</i> Звіт за траншами випущених цінних паперів



## Підходи західних науковців до передумов виникнення сек'юритизації\*

№ з/п	Автор	Підходи до причин виникнення сек'юритизації
1	У. Сілбер	Висунув гіпотезу, відповідно до якої сек'юритизація з'явилася як спосіб зниження витрат, що виникали у результаті державного регулювання, спроба зменшити його негативні фінансові наслідки. Це стосувалося, насамперед, проведення центральними банками політики кредитної рестрикції з метою зменшення грошової маси. Для обмеження кредиту центральні банки збільшували відсоткові ставки за кредит, що призводило до зростання витрат по залученню ресурсів і викликало необхідність пошуку альтернативного шляху залучення коштів у вигляді випуску цінних паперів
2	Дж. Фіннерті	Обґрунтовував появу сек'юритизації, зокрема сек'юритизації активів, потребою у зменшенні ризиків, підвищенні ліквідності і зниженні трансакційних витрат. На його думку, випуск цінних паперів, забезпечених заставними, був ініційований американським урядом, насамперед для підвищення ліквідності житлового сектора. Застосування сек'юритизації розглядається автором як більш дешевий спосіб залучення ресурсів, ніж депозити
3	Е. Кейн	Встановив, що сек'юритизація стала наслідком суперечності, існуючої між цілями, які переслідують органи регулювання та окремі фірми. У відповідь на породжене регулюванням зниження вартості компанії та добробуту власників фірми вдаються до сек'юритизації, що, в свою чергу, змушує регулюючі органи вводити нові нормативні обмеження
4	С. Коурі	Розглядав появу сек'юритизації як відповідь компаній на державне регулювання і вивів наступний ланцюг взаємодії: «регулювання – виверти – дерегулювання – інновації – їх ринкове визнання через інформацію – інтернаціоналізація – посилення дерегулювання – різноманітні інновації – розвиток нових форм і методів регулювання»
5	Ф. Фабозці	Вважав, що сек'юритизація була введена з метою усунення та зниження податкових зобов'язань, оскільки протиріччя між регулюючими органами і фірмами посилюється під впливом інформаційної та податкової асиметрії. Під першою розуміється невідповідність в обсягах інформації, якою володіють банки і регулюючі органи. Інформація банків зазвичай повніша й точніша. Податкова асиметрія пов'язана з особливостями розрахунку бази оподаткування, передбаченими податковим законодавством

\*Сформовано на основі [287, с. 16-23]

## Трактування причин появи сек'юритизації в широкому розумінні\*

<i>Групи причин</i>	<i>Характеристика</i>
Переміщення міжнародних ощадних та інвестиційних потоків	<ul style="list-style-type: none"> <li>• заміщення індивідуальних заощаджень колективними формами;</li> <li>• підвищення волатильності відсоткових ставок та обмінних курсів;</li> <li>• зміна структури міжнародного платіжного балансу;</li> <li>• дефіцит платіжного балансу США за рахунком поточних операцій;</li> <li>• дефолт традиційних інвесторів (вклади країн – членів ОПЕК)</li> </ul>
Міжнародні тенденції лібералізації й інтеграції (глобалізація, дерегулювання)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• зняття законодавчих обмежень;</li> <li>• скасування перепон міграції капіталу;</li> <li>• усунення обмежень доступу на ринок;</li> <li>• допуск нових фінансових інструментів;</li> <li>• політика «обходу» банками обмежень</li> </ul>
Міжнародна боргова криза та її наслідки	<ul style="list-style-type: none"> <li>• дефолт традиційних банківських клієнтських груп;</li> <li>• навантаження на банківські баланси та погіршення показників надійності;</li> <li>• підвищення ризиків у банківському секторі та криза довіри;</li> <li>• посилення конкуренції та зниження відсоткової маржі;</li> <li>• підвищення вимог до власного капіталу та виникнення тенденції до збільшення прибутковості діяльності;</li> <li>• пошук нових джерел доходів і фінансування</li> </ul>
Виникнення нових інформаційних і комунікаційних технологій	<ul style="list-style-type: none"> <li>• підвищення ринкової прозорості й ефективності фінансових посередників;</li> <li>• тенденція інтеграції та зростання об'ємів транскордонних угод;</li> <li>• нові можливості для побудови фінансових стратегій;</li> <li>• зниження комунікаційних затрат;</li> <li>• цілодобова торгівля</li> </ul>

\*Сформовано на основі [26, с. 90]

**Дослідження сутності сек'юритизації активів  
у довідковій та науковій літературі**

Таблиця В. 1

**Визначення поняття сек'юритизації у довідковій літературі**

<i>№ з/п</i>	<i>Джерело</i>	<i>Визначення сек'юритизації (сек'юритизації активів)</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
1	Большой экономический словарь (Борисов А.Б.) [19, с. 676]	Розширення використання цінних паперів у якості інструмента регулювання ринкових відносин і руху позичкового капіталу
2	Економічний енциклопедичний словник за ред. С.В. Мочерного [143; с. 303]	- розширення використання цінних паперів як інструменту регулювання ринкових відносин і руху позичкового капіталу; - використання грошових надходжень, передбачених умовами угоди як засобу забезпечення боргових зобов'язань
3	Енциклопедія банківської справи України за ред. В.С. Стельмаха та ін. [75, с. 474]	Спосіб трансформування боргових зобов'язань у ліквідні інструменти ринку капіталів (цінні папери).
4	Менеджмент и финансы от А до Я (Ричард Кох) [110]	Процес трансформації заборгованості за банківськими кредитами в ліквідні цінні папери, такі як комерційні цінні папери, векселі або інші ліквідні боргові зобов'язання
5	Політичний і фінансово-економічний словник (О.М. Сліпушко) [213, с. 332]	Процес трансформування неліквідних активів банку у ліквідні цінні папери
6	Словник сучасної економіки Макміллана [215, с. 476]	- пряме фінансування потреб компанії у фондах через ринок капіталу та використання таких інструментів, як тратта й акцепт або емісії облігацій замість запозичення в комерційних банках; - продаж банками неспроможних боргів, головним чином країн, що розвиваються, причому за будь-які гроші, які можна отримати на ринку. При цьому банківська позика перетвориться на цінні папери
7	Современный экономический словарь (Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б.) [183]	Розширення використання цінних паперів у якості інструмента регулювання ринкових відносин і руху позичкового капіталу
8	Финансово-кредитный энциклопедический словарь под ред. А.Г. Грязновой [237]	Залучення фінансування шляхом випуску цінних паперів та інструментів на їх основі замість залучення банківських позичок
9	Фінансовий словник-довідник за ред. М.Я. Дем'яненка [240, с. 447]	Різновид інвестування, пов'язаний з фінансовим посередництвом. Такими посередниками є банки, які залучають кошти під певні проекти на основі випуску відповідних цінних паперів

## Продовження табл. В.1

1	2	3
10	Фінансово-економічний словник (Загородній А.Т., Вознюк Г.Л.) [79, с. 830]	Процес об'єднання однорідних фінансових активів банку в єдиний фонд (надалі буде використовуватися термін «пул») і випуск забезпечених цим пулом цінних паперів з метою зменшення чи перерозподілу конкретних ризиків, підвищення ринкової вартості та ліквідності таких активів, а також для регулювання рівня достатності власного капіталу
11	Фінансово-інвестиційний словник (Дж. Доунс, Дж. Гудман Елліот) [52]	- підвищення ролі цінних паперів як форми запозичень; - процес розподілу ризику шляхом агрегування боргових інструментів в пул, а потім емісії нових цінних паперів, забезпечених даними пулом
12	Экономический словарь (А.И. Архипов, Е.Г. Багудина, С.А. Балашов) [258]	Розширення використання цінних паперів у якості інструмента регулювання ринкових відносин і руху позичкового капіталу
13	Экономический словарь под ред. А.Н. Азрилияна [259, с. 609]	Розширення використання цінних паперів у якості інструмента регулювання ринкових відносин і руху позичкового капіталу
14	Dictionary of Financial Terms [319]	Процес об'єднання в пули боргів різного типу (іпотеки, позик на придбання автомобіля тощо) і оформлення боргу у вигляді облігацій, забезпечених іпотечних зобов'язань (CMOs) та інших цінних паперів, які продаються інвесторам
15	Farlex Financial Dictionary [269]	Процес, за допомогою якого компанія перетворює власні неліквідні активи у цінні папери

## Підходи до трактування сек'юритизації активів у науковій літературі

№ з/п	Джерело <sup>30</sup>	Визначення сек'юритизації активів
1	2	3
1.	Александрова Н.В. [1, с. 36]	Інноваційний спосіб фінансування, при якому відбувається виділення і передача певних активів, наявних у ініціатора сек'юритизації, у диференційований пул фінансових активів, який списується з балансу ініціатора і передається новій спеціально створюваній організації, яка в подальшому випускає цінні папери, забезпечені цими активами та розміщує їх серед широкого кола інвесторів
2.	Алексеева И.А., Рачкевич А.Ю. [3, с. 28]	Процес залучення активів у випуск та обслуговування цінних паперів
3.	Бажанов О. [8, с. 59]	Вид рефінансування та фінансовий механізм перетворення у ліквідні цінні папери пулу активів з метою регулювання й опосередкування руху позичкового капіталу
4.	Белозеров С.А., Лупырь А.А. [11, с. 10]	Нормативно регламентована фінансова техніка, яка дозволяє кредитору рефінансувати свою діяльність і розподіляти ризики між різними учасниками угоди шляхом випуску цінних паперів, забезпечених потоком платежів, що генеруються відокремленим пулом фінансових активів
5.	Бер Х.П. (Bär H.P.) [26, с. 37]	Інноваційна техніка (спосіб) фінансування, за якої диверсифікований пул фінансових активів виділяється (списується) з балансу банку чи іншого підприємства, набуває юридичну самостійність шляхом передачі спеціально створеній юридичній особі, яка здійснює його рефінансування на міжнародному ринку капіталів або грошовому ринку за допомогою випуску цінних паперів
6.	Бланк І.А. [15]	Процес перетворення низьколіквідних фінансових активів у цінні папери, які обертаються на ринку капіталу
7.	Гаврилова Л. [37]	Випуск цінних паперів, забезпечених портфелем конкретних активів
8.	Глущенко В.В., Фурсова В.А. [41, с.186]	Спеціальна фінансова техніка, за допомогою якої ініціатор має змогу трансформувати реальні або майбутні активи у цінні папери, зменшуючи таким чином або перерозподіляючи свої ризики, пов'язані з цими активами, і отримуючи при цьому додаткове джерело фінансування, а інвестор – можливість інвестувати в окремі активи обраної компанії на вигідніших умовах і з меншим ризиком
9.	Гордон Х.С. (Gordon H. Sellon) [275, с.10]	Процес, за допомогою якого окремі кредити об'єднуються в пули та використовуються в якості забезпечення за цінними паперами, що продаються інвесторам
10.	Девідсон Е., Сандерс Е. (Davidson А., Sanders А.) [267]	Процес формування пулів фінансових зобов'язань та надання їм форми, що дозволяє фінансовим активам вільно обертатися серед множини інвесторів
11.	Джобс А. (Jobst А.А.) [280, с. 4]	Фінансова техніка відокремлення пулу активів шляхом виведення його з балансу банку-кредитора і передачі спеціально створеній юридичній особі (SPV), яка здійснює його рефінансування за допомогою випуску цінних паперів
12.	Залесова М.Г. [86]	Спосіб хеджування кредитних ризиків за допомогою використання похідних фінансових інструментів (кредитних деривативів)

<sup>30</sup> ПІБ авторів вказані мовою оригіналу

1	2	3
13.	Камерон Л. (Cameron L.) [265]	Процес структурування та випуску боргових цінних паперів або облігацій, виплата відсотків та номіналу за якими прив'язані до грошового потоку, що генерується окремим пулом активів
14.	Ковальов О.П. [107, с. 233]	Специфічна банківська техніка, за допомогою якої фінансові посередники (інвестори, фінансові компанії) отримують можливість інвестувати в окремі банківські активи, не купуючи їх цілком або частинами
15.	Копейкин А., Стебенев Л., Скоробогатько Б., Пенкина А. [4]	Випуск цінних паперів, забезпечених пулом іпотечних кредитів
16.	Красавина Л.Н. [114]	Заміщення звичайних банківських кредитів емісією цінних паперів
17.	Лебедев В.В. [125, с. 281]	Механізм рефінансування неліквідних доходних активів (банківських кредитів, кредитних угод) у вигляді їх трансформації в оборотні на ринку цінні папери, забезпечені цими активами або надходженнями грошових коштів від них, що передбачає повне (за балансом оригінатора) або часткове (на балансі оригінатора) відокремлення забезпечених активів
18.	Мельникас М., Сушкова Е.[135]	Вибір, виділення і передача певних активів (як правило, існуючих і майбутніх прав вимог), наявних у ініціатора сек'юритизації, новій спеціально створеній організації, яка в подальшому випускає цінні папери, забезпечені цими активами, для розміщення серед широкого кола інвесторів
19.	Миллер Р.Л., Девид Д.В. [186, с. 108]	Процес об'єднання однотипних боргових зобов'язань з метою створення стабільного та передбачуваного потоку доходів
20.	Николова Л.В., Омельяненко А.Р. [149]	Спосіб залучення грошових коштів банком за допомогою випуску цінних паперів, що забезпечуються окремою комбінацією банківських активів та генеруються грошовими потоками, який супроводжується частковим або повним списанням зазначеного набору активів з балансу банку-ініціатора
21.	Новак О.С. [150]	Інноваційна техніка фінансування та/або передачі фінансових ризиків, за допомогою якої оригінатор трансформує неліквідні активи у високоліквідні цінні папери з метою залучення додаткових джерел фінансування та/або мінімізації ризиків, пов'язаних з цими активами
22.	Павельєва Е.А. [161, с. 85]	Процес гомогенізації і оформлення в пул неліквідних активів як фінансового, так і нефінансового характеру, з наступним випуском цінних паперів, забезпечених цими активами і грошовими потоками від них, в результаті чого відбувається перерозподіл ризиків між оригінатором та інвесторами
23.	Перепаддя І.М. [164]	Процес збільшення ролі цінних паперів як інструменту руху позичкового капіталу у порівнянні з банківським кредитуванням (дезінтермедіація)
24.	Рожков А.В. [187, с. 100]	Процес структурування цінних паперів, що обертаються серед інвесторів різного класу, забезпечених грошовими потоками, які виникають за поточними або майбутніми фінансовими зобов'язаннями і сприяють залученню фінансування і / або зниженню кредитного ризику
25.	Роуз П.С. [189]	Процес перетворення неліквідних позик в ліквідні активи
26.	Рубцов Б.Б. [190]	Процес «перепакуння» відносно однорідних, але малоліквідних активів у своєрідні пули з випуску цінних паперів, які продаються новим інвесторам

1	2	3
27.	Савич В. І. [194]	Процес заміни банківських запозичень і кредитів емісією боргових цінних паперів
28.	Селивановский А.С. [203]	Фінансування або рефінансування будь-яких активів компанії, що приносять дохід, за допомогою «перетворення» таких активів у ліквідну форму через випуск облігацій або інших цінних паперів
29.	Селюков В., Гончаров С. [204]	Випуск цінних паперів, забезпечених пулом іпотечних кредитів
30.	Тавеколі Дж. (Tavakoli J.) [295, с. 16].	Створення і випуск цінних паперів, забезпечених пулом (портфелем) активів
31.	Терещенко Н.Н. [223]	Техніка (спосіб) фінансування, за якої актив, що генерує потоки платежів (диверсифікований пул активів), виділяється (списується) з балансу ініціатора і набуває юридичну самостійність шляхом передачі цього активу спецорособі, яка здійснює його рефінансування на міжнародному ринку капіталів за допомогою випуску цінних паперів
32.	Тімоті У.К. [111, с. 46]	Процес перетворення активів у ринкові цінні папери
33.	Улюкаєв С. [230]	Процес надання необоротним фінансовим активам форми ліквідних цінних паперів, що обслуговуються і забезпечені як самими активами, так і грошовими потоками, що генеруються цими активами
34.	Усоскин В.М. [231]	Переведення деяких неліквідних активів кредитних установ у форму цінних паперів з подальшим їх продажем на вторинному ринку цінних паперів
35.	Фабозці Ф. Дж. (Fabozzi F. J.) [271]	Процес конвертації грошових потоків від базових активів або боргових зобов'язань перед оригінатором у цілісний рівномірний потік платежів, що дозволяє оригінатору залучити фінансові ресурси шляхом кредитування або випуску боргових цінних паперів під забезпечення активів
36.	Федоров Б.Г. [234]	Різке підвищення питомої ваги цінних паперів у сумарному обсязі операцій банків, помітне розширення арсеналу цінних паперів і появу гібридів останніх із банківськими кредитами, додання кредитам характеристик цінних паперів
37.	Франкель Т. (Frankel T.) [274]	Процес, за допомогою якого ліквідні фінансові активи для створення можливості їх продажу конвертуються в цінні папери
38.	Шварц Ст. Л. (Schwarcz S.L.) [292]	Можливість залучити недороге фінансування з фондових ринків шляхом відділення всієї або частини дебіторської заборгованості організатора сек'юритизації від ризиків, властивих організатору сек'юритизації в цілому
39.	Щетінін Є.Ю., Прудніковим Ю.Г. [257, с.25].	Фінансування або рефінансування яких-небудь активів компанії, що приносять дохід шляхом перетворення таких активів на ліквідну форму через випуск облігацій або інших цінних паперів
40.	Юркевич О.М., Шевченко О.Г. [254, с. 304]	Емісія підприємством, банком або інституцією парабанківської системи цінних паперів, забезпечених активами

**Ключові аспекти сек'юритизації активів, виділені у досліджених визначеннях її сутності**

№ з/п	Зарубіжні та вітчизняні науковці	Концепції сек'юритизації						
		Спосіб фінансування (рефінансування)	Процес, що складається з ряду послідовних кроків (окремих етапів)	Випуск цінних паперів, забезпечених пулом активів	Процес перетворення низьколіквідних активів у високоліквідні активи (цінні папери)	Спосіб хеджування (перерозподілу) ризиків	Процес збільшення ролі цінних паперів у порівнянні з банківським кредитуванням	Характеризує банківську діяльність
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.	Александрова Н.В. [1]	+	+					
2.	Алексєєва І.А., Рачкевіч А.Ю. [3]			+				
3.	Бажанов О. [8]	+			+			
4.	Белозьоров С.А., Лупирь О.О. [11]	+		+		+		
5.	Бер Х.П. (Bär H.P.) [26]	+		+			+	
6.	Бланк І.А. [15]				+			
7.	Гаврілова Л. [37]			+				
8.	Глушченко В.В., Фурсова В.А. [41]	+			+	+		
9.	Гордон Х.С. (Gordon H.S.) [275]		+	+				+
10.	Девідсон Е., Сандерс Е. (Davidson A., Sanders A.) [267]		+					
11.	Джобс А.А. (Jobst A.A.) [280, с. 4]	+	+	+				+
12.	Залєсова М.Г. [86]					+		
13.	Камерон Л. (Cameron L.) [265]			+				
14.	Ковальов О.П. [107]							+
15.	Копейкін А., Скоробогатько Б., Стебєнєв Л., Пенкіна А. [4]			+	+			
16.	Красавіна Л.Н. [114]						+	
17.	Лебєдєв В.В. [125]	+			+			
18.	Мельнікас М., Сушкова Е. [135]		+					
19.	Міллер Р.Л., Девід Д.В. [186]		+					



## Продовження додатку Д

1	2	3	4	5	6	7	8	9
20.	Ніколова Л.В., Омельяненко А.Р. [149]	+	+	+				+
21.	Новак О.С. [150]	+			+	+		
22.	Павельєва Е.А. [161]		+	+		+		
23.	Перепаддя І.М. [154]						+	
24.	Рожков А.В. [187]	+		+		+		
25.	Роуз П.С. [189]				+			
26.	Рубцов Б.Б. [190]				+			
27.	Савич В. І. [194]						+	
28.	Селівановський А.С. [203]	+			+			
29.	Селюков В., Гончаров С. [204]			+				
30.	Тавеколі Дж. (Tavakoli J.) [295].			+				
31.	Терещенко Н.Н. [223]	+	+					
32.	Тімоті У.К. [111]				+			
33.	Улюкаєв С. [230]				+			
34.	Усоскін В.М. [231]				+			+
35.	Фабозці Ф.Дж. (Fabozzi F.J.) [271]	+		+				
36.	Франкель Т. (Frankel T.) [274]				+			
37.	Фьодоров Б.Г. [234]							+
38.	Шварц Ст. Л. (Schwarcz S.L.) [292]	+	+					
39.	Щетінін Є.Ю., Прудніков Ю.Г. [257]	+			+			
40.	Юркевич О.М., Шевченко О.Г. [254]			+				
<b>Разом</b>		<b>15</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>6</b>

## Класифікація сек'юритизації активів

Таблиця Е. 1

## Підходи науковців до класифікації сек'юритизації активів

<i>Види сек'юритизації</i>	<i>Класифікаційні ознаки та наукові</i>
<i>1</i>	<i>2</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Класична (традиційна, позабалансова)</li> <li>• Синтетична (балансова)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від цілей оригіатора (Бер Х.П. [26]);</li> <li>• складність конструкції угоди (Шаповал А.В. [252]);</li> <li>• спосіб передачі ризиків, пов'язаних з активом (Анісімов А.Н. [7], Чубук Л.П. [250]);</li> <li>• залежно від цілей і стану балансу (Тогонідзе Д.І. [227]);</li> <li>• залежно від можливості залучення додаткових ресурсів (Фурсова В.А. [241]);</li> <li>• в залежності від можливості списання коштів з балансу оригіатора (Новак О.С. [151]);</li> <li>• не виділяють конкретної класифікаційної ознаки (Ткачук Т.М. [226], Хюфнер М. [245], Завидівська О.І. [77], Кишакевич Б.Ю. [104], Бобиль В. [16], Сінкі Дж. [208], Солдатова А.О. [218])</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Синтетична</li> <li>• Класична: <ul style="list-style-type: none"> <li>- балансова</li> <li>- позабалансова</li> </ul> </li> </ul>	Александрова Н.В. [1], Кравчук І.С., Юхимчук В.Д. [113], Фурсова В.А. (залежно від механізму проведення) [241]
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Балансова</li> <li>• Класична</li> <li>• Синтетична</li> </ul>	Веретеннікова О.Б., Мезенцева І.А. [29]
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Класична</li> <li>• Синтетична</li> <li>• Корпоративна (сек'юритизація бізнесу)</li> </ul>	Белозьоров С.А., Лупирь О.О. [12], Версаль Н. [30], Ніколаєва Л.В., Омеляненко А.Р. [149], Солдатова А.О. [218]
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Синтетична</li> <li>• Класична</li> <li>• Накопичувальна</li> </ul>	Бобиль В., Соловей М. [16], Котова М.В. [109]
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Статична</li> <li>• Відновлювана</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від способу управління пулом активів (Володькова Л. [35]);</li> <li>• залежно від способу формування пулу активів і управління ним (Анісімов А.Н. [7])</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Банківська (сек'юритизація банківських активів)</li> <li>• Небанківська (сек'юритизація небанківських активів)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від приналежності до реального сектору економіки чи до банківського сегменту (Улюкаєв С. [230]);</li> <li>• за галузевою приналежністю оригіатора (Шаповал А.В. [252], Солдатова А.О. [218])</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Банківська</li> <li>• Корпоративна</li> </ul>	Залежно від ініціатора сек'юритизації (Фурсова В.А. [241])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Банківська</li> <li>• Корпоративна</li> <li>• Урядова</li> </ul>	Залежно від суб'єктів угоди (Тогонідзе Д.І. [227])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сек'юритизація активів фінансових інститутів</li> <li>• Корпоративна сек'юритизація активів</li> <li>• Сек'юритизація активів органів державної влади</li> </ul>	За ініціатором (Новак О.С. [151])

1	2
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сек'юритизація майбутніх надходжень</li> <li>• Сек'юритизація існуючих активів</li> <li>• Сек'юритизація боргових зобов'язань</li> <li>• Корпоративна сек'юритизація</li> </ul>	Залежно від типу (виду) активів (Тогонідзе Д.І. [227], Пенкіна І. [163], Кісельова М.С. [103])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сек'юритизація майбутніх вимог (майбутніх активів, майбутніх доходів, майбутніх платіжних потоків)</li> <li>• Сек'юритизація існуючих вимог (існуючих активів)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• За видами сек'юритизованих активів (Фурсова В. [241], Солдатова А.О. [218]);</li> <li>• залежно від характеристики предмета сек'юритизації та генерованого ним грошового потоку (Некторов А. [148]);</li> <li>• за наявністю активів (Павельєва О.А. [160]);</li> <li>• за типом сек'юритизованих активів (Анісімов А.Н. [7]);</li> <li>• в залежності від форми активів (Новак О.С. [151])</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Внутрішня (національна, внутрішньодержавна)</li> <li>• Транскордонна (міжнародна, зовнішня)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від місцезнаходження емітента (Кісельова М.С. [103]);</li> <li>• залежно від юрисдикції (Тогонідзе Д.І. [227]);</li> <li>• за територіально ознакою (Фурсова В. [241], Новак О.С. [151]);</li> <li>• залежно від юрисдикції угоди (Анісімов А.Н. [7])</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Кредитна підтримка наявна</li> <li>• Кредитна підтримка відсутня</li> </ul>	Наявність кредитної підтримки (Шаповал А.В. [252])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прямого розподілу</li> <li>• Забезпечувального типу</li> </ul>	Структура розподілу грошового потоку між інвесторами (Анісімов А.Н. [7])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Публічні (відкрита)</li> <li>• Приватні (закрита)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від структури сек'юритизаційної трансакції (Чубук Л.П. [250]);</li> <li>• за способом розміщення цінних паперів (Анісімов А.Н. [7], Тогонідзе Д.І. [227]);</li> <li>• за умовами повідомлення первинних позичальників (Новак О.С. [151]);</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Проста (автономна)</li> <li>• Складна (кондуїдна)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від структури угоди (Чубук Л.П. [250]);</li> <li>• За складом учасників (Кісельова М.С. [103])</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Довгострокова (на невизначений термін)</li> <li>• Короткострокова (термінова)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від строків (Тогонідзе Д.І. [227]);</li> <li>• за тривалістю програми випуску (Чубук Л.П. [250])</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Фінансова (сек'юритизація фінансових активів)</li> <li>• Нефінансова (сек'юритизація нефінансових активів)</li> </ul>	Залежно від виду активів (Тогонідзе Д.І. [227], Павельєва О.А. [160], Новак О.С. [151])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Випуск цінних паперів, забезпечених іпотечними креди-тами (іпотечні цінні папери, MBS)</li> <li>• Випуск колатералізованих боргових зобов'язань (CDO)</li> <li>• Випуск цінних паперів, забезпечених активами (ABS)</li> </ul>	За характером активів, що виступають забезпеченням (Чубук Л.П. [250];[276])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низькоризикова</li> <li>• Високоризикова</li> </ul>	За рівнем ризику активів (Фурсова В. [241], Новак О.С.[151])
<ul style="list-style-type: none"> <li>• З правом регресу на оригінатора</li> <li>• Без права регресу на оригінатора</li> </ul>	За можливістю регресу (Новак О.С. [151])

Таблиця Е. 2

## Систематизація підходів науковців до класифікації сек'юритизації

Вид сек'юритизації	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31						
А	Бер Х.П. [26]	Шаповал А.В. [252]	Анісімов А.Н. [7]	Чубук Л.П. [250]	Торонізе Д.Т. [227]	Кісєльова М.С. [103]	Фурсова В. [241]	Новак О.С. [151]	Солдатова А.О. [218]	Ткачук Т.М. [226]	Хюфнер М. [245]	Завидівська О.І. [77]	Кипшакевич Б.Ю. [104]	Бобиль В. [16]	Сінкі Дж. [208]	Александрова Н.В. [1]	Кравчук І.С. [113]	Юхимчук В.Д. [113]	Фурсова В. [241]	Версаль Н. [30]	Николаєва Л.В. [149]	Омельяненко А.Р. [149]	Бобиль В. [16]	Соловей М. [16]	Котова М.В. [109]	Володькова Л. [35]	Анісімов А.Н. [7]	Улюкаєв С. [230]	Пенкіна І. [163]	Некторов А. [148]	Павельєва О.А. [160]					
Класична (традиційна)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+										
Синтетична	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+								
Бізнесу (корпоративна)					+	+		+																												
Балансова																																				
Накопичувальна																																				
Статична																																				
Відновлювальна																																				
Банківська (банківських активів)		+			+				+																											
Небанківська (небанківських активів)		+							+																											
Активів фінансових інститутів																																				
Урядова																																				
Майбутніх вимог (надходжень, активів)			+																																	

Продовження табл. Е. 2

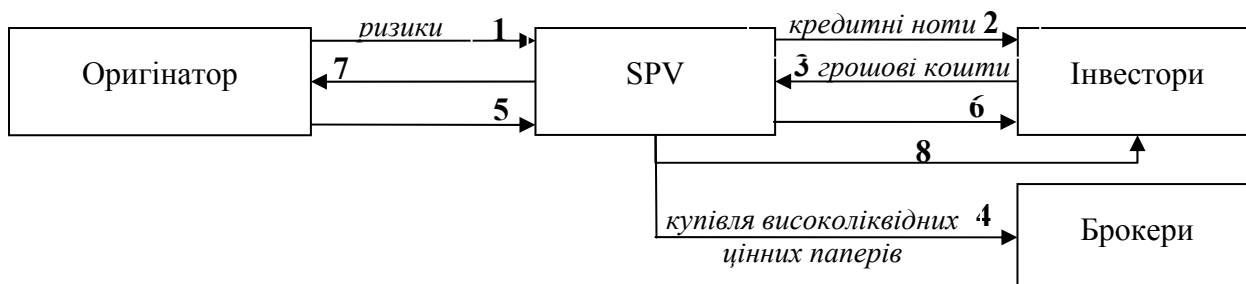
A	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31		
Існуючих вимог (активів)			+		+	+	+	+	+																				+	+	+		
Боргових зобов'язань					+	+																							+				
Внутрішня (національна)			+		+	+	+	+																									
Транскордонна (міжнародна)			+		+	+	+	+																									
Публічні (відкрита)			+																														
Приватні (закрита)			+					+																									
Проста (автономна)						+																											
Складна (кондуїдна)						+																											
Довгострокова (на невизначений термін)					+																												
Короткострокова (термінова)					+																												
Фінансова (фінансових активів)					+			+																								+	
Нефінансова (нефінансових активів)					+			+																								+	
Низькоризикова							+	+																									
Високоризикова							+	+																									
З правом регресу на оригінатора								+																									
Без права регресу на оригінатора																																	

## Основні функції сек'юритизації активів\*

Найменування функції	Зміст
Рефінансування діяльності	Ініціатор сек'юритизації (фінансові та нефінансові установи), маючи на своєму балансі активи, які генерують регулярні надходження, може їх рефінансувати шляхом трансформації у цінні папери та розміщення на ринку серед інвесторів самостійно чи за допомогою посередника. Тобто вихід оригіатора на ринок цінних паперів дозволяє йому заповнювати нестачу фінансових ресурсів, залучаючи кошти під забезпечення своїх фінансових активів. При цьому, інвестори, які мають у розпорядженні вільні грошові кошти, отримують альтернативні до існуючих на ринку традиційних цінних паперів інструменти сек'юритизації, які характеризуються меншим рівнем ризику і, як правило, вищою прибутковістю. Наприклад, банківським установам сек'юритизація дозволяє відразу після видачі кредиту (зокрема, іпотечного) продати свої права кредитора на фондовому ринку, попередньо обернувши їх у цінні папери, і залучити тим самим додаткові кошти для видачі нових кредитів
Розподіл ризиків	У результаті сек'юритизації активів відбувається перерозподіл ризиків (кредитного, процентного, ліквідності та ін.) між її учасниками (насамперед оригіатором та інвесторами), що відбувається за рахунок продажу сек'юритизованих активів SPV та їх списання з балансу, або шляхом укладання спеціальних контрактів передачі ризиків за активами. При цьому, інвестори, вкладаючи кошти у сек'юритизовані активи, приймають на себе лише ті ризики, що пов'язані з такими активами, оскільки останні відокремлені від інших ризиків діяльності оригіатора. Крім того, сек'юритизовані активи є диверсифікованими і забезпеченими, оскільки формуються з сукупності активів, створюючи так звані пули
Підвищення ліквідності	Механізм сек'юритизації дозволяє відносно швидко трансформувати наявні в оригіатора активи у вигляді прав грошової вимоги (як правило, це довгострокова дебіторська заборгованість, яка характеризується низькою ліквідністю) у високоліквідні грошові кошти за рахунок випуску цінних паперів, забезпечених такими активами, що, відповідно, підвищує рівень ліквідності активів ініціатора сек'юритизації. При цьому, оскільки інструменти сек'юритизації характеризуються високою ліквідністю та вільно обертаються на ринку цінних паперів, то інвестор, купуючи такі цінні папери, не знижує свій рівень ліквідності

\*Узагальнено на основі [193, с. 279-280; 184, с. 32; 150, с. 7]

### Моделі балансової сек'юритизації активів



1) передача ризиків SPV через укладання договору кредитного дефолтного свопу (credit default swap, CDS); 2) випуск і розміщення синтетичних забезпечених боргових облігацій; 3) оплата інвесторами придбаних облігацій; 4) купівля брокерами високоліквідних цінних паперів за рахунок коштів отриманих від емісії боргових цінних паперів; 5) сплата оригінатором премії SPV за отриманий кредитний захист; 6) виплата SPV інвесторам періодичних купонних платежів за рахунок премії, отриманої від оригінатора; 7) отримання платежу, обумовленого договором CDS, у разі настання дефолту; 8) SPV здійснює виплату інвесторам в рахунок погашення синтетичних боргових облігацій

Рис. 3.1 Модель синтетичної сек'юритизації активів зі створенням SPV



1) надання оригінатором кредиту позичальнику; 2) отримання від позичальника документів, що засвідчують боргові зобов'язання; 3) продаж інвестором оригінатору кредитного дефолтного свопу (CDS); 4) Сплата покупцем CDS разових або регулярних внесків (премії) продавцю CDS; 5) надання оригінатором інвестору боргових зобов'язань позичальника у випадку настання кредитної події (заздалегідь обумовленої події, що свідчить про неможливість погашення кредиту позичальником, наприклад, примусової реструктуризації, оголошення мораторію на виплати, банкрутства); 6) покриття інвестором збитків оригінатора відповідно до умов свопу; 7) погашення заборгованості позичальником перед інвестором

Рис. 3.2 Схема реалізації кредитного дефолтного свопу в умовах синтетичної сек'юритизації без створення SPV\*

\*Сформовано на основі [123, с. 191-192]

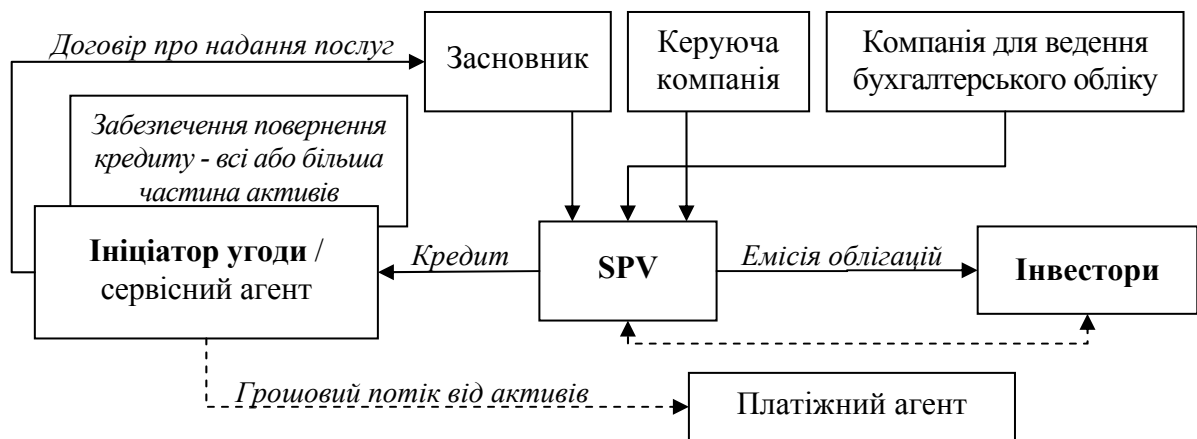


Рис. 3.3. Модель сек'юритизації бізнесу [12, с. 86]



## Характеристика ризиків сек'юритизації активів\*

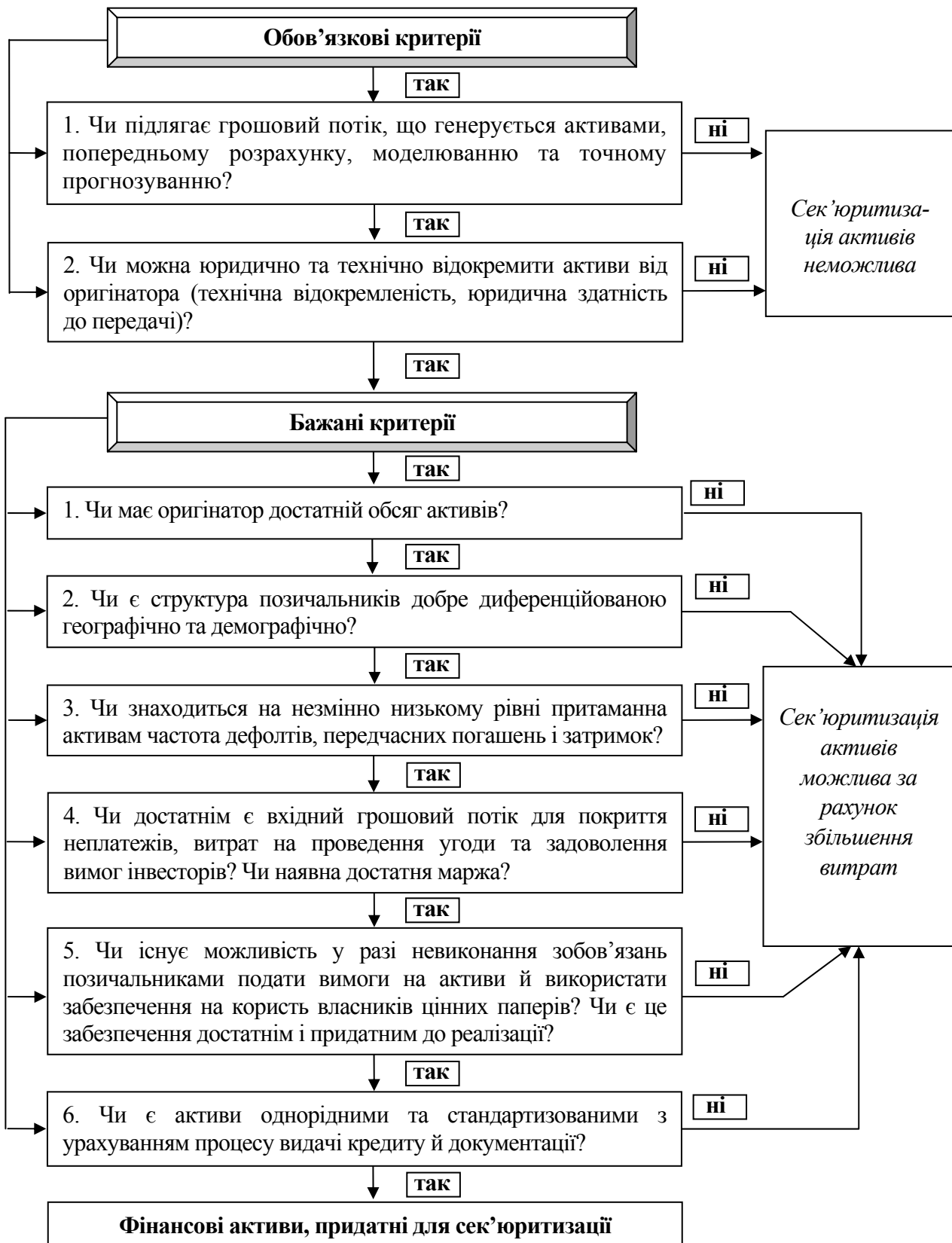
<i>Вид ризику</i>	<i>Характеристика</i>
<i>1</i>	<i>2</i>
<b>Ризики пулу активів (покриття)</b>	
Ризик дефолту (кредитний ризик)	Це ризик, який виникає внаслідок неплатоспроможності боржника. Дефолт прийнято визначати як невиконання або неналежне виконання позичальником своїх зобов'язань, в силу якого кредитор має право в односторонньому порядку розірвати договір, вимагаючи дострокового погашення боргу. Ризик дефолту можна вважати окремим випадком кредитного ризику, у більш звичному розумінні дефолт розглядається як банкрутство позичальника, а ризик дефолту в цьому випадку – ймовірність його повної неплатоспроможності
Ризик дострокового погашення	Це ризик отримання кредитором повного або часткового виконання вимог за кредитним договором, раніше обумовленого в договорі терміну. В свою чергу, це призводить до скорочення терміну базового фінансового активу, що тягне за собою неотримання кредитором частини прибутку від сплати відсотків. Даний вид ризику характерний для будь-яких кредитних продуктів і його можна вважати спорідненим відсотковому ризику, оскільки кредитор у разі дострокового повернення позичальником боргу несе втрати від недоотриманої суми відсотків. Оцінка ймовірності дострокового погашення кредиту становить основу моделювання іпотечної сек'юритизації
Ризик затримки платежів	Ризик виникає, наприклад, у випадку, коли емітенти перераховують кошти таким чином, щоб вони надійшли на рахунок агента тільки в день платежу. Внаслідок цього, виникає ризик ненадходження грошових коштів на рахунки власників цінних паперів в строк
Ризик зміни обмінного курсу	Виникає у випадку, коли активи та цінні папери номіновані в різній валюті. Коливання валютних курсів може загрожувати неналежному виконанню зобов'язань за цінними паперами, тому в даному випадку є ймовірність виникнення ризику зміни обмінного курсу
<b>Ризики учасників</b>	
Ризик банкрутства ініціатора	Ризик банкрутства ініціатора можна назвати стимулом сек'юритизації. Саме захист від цього ризику дозволяє цінним паперам, які емітуються SPV, отримати кредитний рейтинг вище, ніж рейтинг самого ініціатора. З іншого боку, помилки в договірній роботі, при структуруванні SPV або самої угоди, можуть призвести до включення активів, переданих SPV, в конкурсну масу ініціатора, що значно обмежить права власників цінних паперів SPV. Однак, варто зазначити, що в рамках сек'юритизації активів у ініціатора, на відміну від інших учасників, немає кредитного ризику
Ризик банкрутства SPV	Банкрутство SPV тягне за собою дострокове погашення всіх цінних паперів, забезпечених активами. При банкрутстві емітента щодо забезпечення активів виникають наступні питання: по-перше, що говорить законодавство і практика країни емітента в цьому випадку; по-друге, хто прийме пул активів в управління; по-третє, хто буде отримувати фінансові потоки від пулу активів з моменту порушення процедури банкрутства емітента. Найважливіша умова – це можливість виділення пулу активів з конкурсної маси. При банкрутстві емітента призначається адміністратор пулу активів. Цю функцію може виконувати конкурсний керуючий або спеціально призначений адміністратор, який не має, на відміну від конкурсного керуючого, конфлікту інтересів з кредиторами емітента

1	2
Ризик «третіх сторін»	Виникає, коли передбачені договором обов'язки навмисно або в результаті недбалості будуть виконуватися неналежним чином (fraud, operational risk). Одна зі сторін не виконує взяті на себе зобов'язання (розглянуті вище ризики неспроможності і банкрутства)
<b>Ризики структури</b>	
Ризик зміни законодавства	Можливість змін у законодавстві, які обмежують права та інтереси сторін, супроводжує виникнення ризику зміни законодавства
Документаційні ризики	Документаційні ризики виникають через недосконалість договірної бази та документації або при підготовці висновків і звітів, недостатньою опрацьованістю умов випуску, обігу та погашення, викладених в емісійних документах
Ризик перекваліфікації «дійсного продажу»	Ризик перекваліфікації «дійсного продажу» активів в угоду з передачі застави або відмова визнання виведення їх з балансу. Визнання судом передачі активів «позикою ініціатору, забезпеченою заставою пулу активів», може надалі спричинити визнання застави недійсною через відсутність реєстрації угоди
Податкові ризики	Серед правових ризиків особливо серйозний ризик у сфері податкового права. Через довгостроковий характер обігу при сек'юритизації активів, особливо іпотечних, великий ризик зміни законодавства у сфері податків в несприятливу сторону для власників цінних паперів, забезпечених активами
Ризик змішування активів	Одним з найважливіших ризиків, які оцінюють в контексті сек'юритизації, є ризик змішування активів, який виникає у випадку, якщо активи фізично не можуть бути відокремлені від інших активів ініціатора. При сек'юритизації ініціатор не втрачає повністю зв'язок з активом, оригінатор після продажу активів виконує функції сервісної (обслуговуючої) організації (servicer). Так як боржники ініціатора, як правило, не повідомляються про відступлення вимог від оригінатора SPV, боржники продовжують здійснювати платежі на рахунки оригінатора, після чого ініціатор, надаючи послуги SPV з обслуговування платежів (активів), перераховує кошти за проданими вимогам на рахунки SPV. У зв'язку з цим існує вказаний ризик змішування. Під змішуванням розуміється ситуація, за якої грошові кошти, що належать ініціатору, змішуються з грошима SPV при порушенні процедури банкрутства щодо ініціатора і потрапляють в його склад ліквідаційної маси
Ризик неспівпадання позицій	Це ризик розбіжності між вхідним потоком платежів за активами, що сек'юритизуються, з вихідним потоком за забезпеченими цінними паперами
<b>Ризики випущених цінних паперів</b>	
Ризик зміни вартості забезпечення	Різним за вагомістю та рівнем забезпечення траншами цінних паперів притаманні різні типи ризиків. Цінність забезпечення може варіюватися протягом терміну життя паперу. Крім того, папір може бути визнаний недійсним внаслідок документаційних ризиків, судових витрат і зміни вартості забезпечення
Правові ризики	Це ризики, що виникають при юридичній передачі активів (fraudulent conveyance / transfer risks), у тому числі ризик визнання договору купівлі-продажу недійсним внаслідок перекваліфікації угоди (requalification risk / recharacterisation risk)

1	2
Валютний ризик	Валютний ризик виникає, коли цінні папери номіновані і підлягають сплаті у валюті, відмінній від валюти, в якій номінований і сплачується базовий актив сек'юритизації. Прикладом служить емісія єврооблігацій, номінованих в доларах США в програмі сек'юритизації, яка ініційована українським оригінатором, з правом вимоги фінансових активів в гривнях. У цьому випадку структура піддається ризикам негативних наслідків від зміни валютних курсів, які хеджуються за допомогою валютних свопів. Якщо валюта активів не відповідає валюті випуску цінних паперів доцільно використовувати договір валютного свопу, що дозволить SPV захеджувати свій валютний ризик
Ризик зміни відсоткової ставки	Ризики зміни відсоткових ставок зводяться: по-перше, розмір відсоткових платежів, породжуваних активами протягом угоди, виявиться нижче, ніж відсотки за цінними паперами (наприклад, якщо за кредитами встановлена плаваюча ставка); по-друге, даний ризик виникає в ситуації, коли відсоткові платежі боржників здійснюються в моменти часу інші, ніж моменти виплат за цінними паперами. Відповідно, потоки платежів генеруються протягом строків різної тривалості. У західних країнах пониження відсоткових ставок призводить до виникнення такого явища як рефінансування кредитів, а це один з факторів дострокового погашення. У кінцевому підсумку це може сприяти виникненню ризику реінвестування вкладень
Ризик ліквідності	Під ліквідністю цінних паперів розуміється можливість її реалізації на ринку в короткі терміни за ціною, що відповідає ринковій вартості. Це один з факторів інвестиційної привабливості. Для цінних паперів, за якими відбувається незначний обсяг операцій, характерний більш високий спред, а значить і більші очікувані втрати. Великий спред – сигнал недостатнього інтересу інвесторів до відповідних цінних паперів і їх меншої ліквідності

\* сформовано на основі [2, 26, 51, 203, 96, 166, 218, 242]

## Критерії придатності активів для сек'юритизації за Х.П. Бером [26, с. 180]

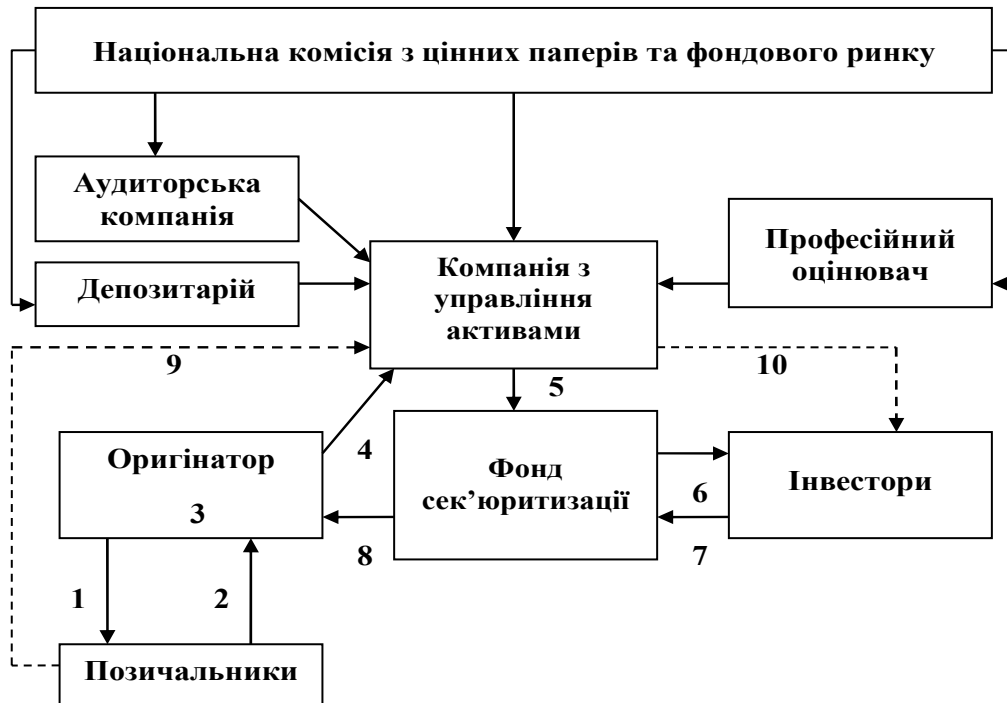


## Характеристика траншів

<i>Вид траншів</i>	<i>Характеристика</i>
Молодший транш (Equity Tranche)	Власники цінних паперів молодшого траншу беруть на себе ризик певної частки перших збитків (наприклад, перші 0–10%) в обмін на підвищену прибутковість. Таким чином, цінні папери, що випускаються в рамках молодшого траншу, мають максимальний кредитний ризик, через що їм не присвоюється рейтинг
Середній транш (Mezzanine Tranche).	Покупці таких цінних паперів беруть на себе наступну частку збитків (наприклад, наступні 10–20% збитків). Компенсація збитків кредитного портфеля за рахунок коштів від емісії середнього траншу відбувається лише у випадку, якщо коштів молодшого траншу виявляється недостатньо. Такі цінні папери зазвичай мають кредитний рейтинг від А до В (за методикою Standard&Poor's), а виплати за ними здійснюються у формі фіксованих платежів, розмір яких приблизно дорівнює розміру купонних платежів за корпоративними облігаціями, які мають кредитний рейтинг
Старший транш (Senior Tranche)	Інвестори в цінні папери старшого траншу беруть на себе решту кредитного ризику (наприклад, частка збитків у 20–100%) та мають низькі прибутки. Як правило, таким цінним паперам присвоюється найвищий кредитний рейтинг (AAA за методикою Стендард енд Пуерз), а їхня прибутковість відповідає прибутковості високорейтингових корпоративних зобов'язань

\* сформовано на основі [224, 26, 159,198]

**Вітчизняна модель класичної сек'юритизації активів на основі фонду сек'юритизації, запропонована О.С. Новак [151]**



Де: 1 – оформлення договорів позики та надання коштів у тимчасове користування; 2 – визнання грошових зобов'язань; 3 – формування пулу однорідних активів; 4 – продаж пулу активів та передача прав вимог за договорами позики КУА пайового інвестиційного фонду; 5 – реєстрація пайового інвестиційного фонду КУА; 6 – емісія інвестиційним фондом цінних паперів; 7 – оплата вартості цінних паперів інвестиційного фонду; 8 – погашення вартості придбаного пулу активів; 9 – погашення заборгованості за договорами (сплата відсотків та основної суми боргу); 10 – сплата відсотків за цінними паперами інвестиційного фонду та їх погашення по закінченні терміну обігу та ліквідації інвестиційного фонду.

## Рейтингова шкала для оцінки ризиків інвестування

S&P <sup>31</sup>		Fitch <sup>32</sup>		Moody's <sup>33</sup>		Узагальнене значення <sup>34</sup>	Тип
Д*	К**	Д	К	Д	К		
AAA	A-1+	AAA	F1	Aaa	P-1	Емітент володіє виключно високими можливостями з виплати відсотків за борговими зобов'язаннями та самих боргів	Інвестиційні рейтинги (обмежені ризики)
AA+		AA+		Aa1			
AA		AA		Aa2			
AA-		AA-	Aa3				
A+	A-1	A+	F3	A1	P-2	Можливості емітента з виплати відсотків та боргів оцінюються високо, однак залежать від економічної ситуації	Платоспроможність емітента вважається задовільною
A		A		A2			
A-	A-2	A-		A3			
BBB+		BBB+	Vaa1				
BBB	A-3	BBB	B	Vaa2	P-3		Емітент платоспроможний, але несприятливі економічні умови можуть негативно вплинути на можливості виплат
BBB-		BBB-		Vaa3			
BB+	B	BB+		Va1			
BB		BB	Va2				
BB-		BB-	Va3				
B+		B+	V1				
B		B	V2				
B-		B-	V3				
CCC+	C	CCC+	C	Ca1		Емітент зазнає труднощів з виплатами за борговими зобов'язаннями та його можливості залежать від сприятливих економічних умов	«Сміття» (високі ризики)
CCC		CCC		Ca2			
CCC-		CCC-		Ca3			
CC		CC		Ca			
C		C		C			
SD	D	RD	D			Частковий дефолт.	
D		D				Дефолт. Банкрутство	

\* Д – довгострокові; \*\*К - короткострокові

<sup>31</sup> Офіційний сайт рейтингового агентства Standard Poor's / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.standardandpoors.com>.

<sup>32</sup> Офіційний сайт рейтингового агентства Fitch Ratings (російськомовна версія) / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.fitchratings.ru/ru/>

<sup>33</sup> Символы и определения рейтингов агенста Moody's / [Електронний ресур]. – Режим доступу: <https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/2007100000528403.pdf>.

<sup>34</sup> Рейтинговые агентства и расшифровка рейтингов / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://finsector.com/rating\\_agencies.htm](http://finsector.com/rating_agencies.htm)

**Додаток Р**

**Розроблені форми облікових відомостей щодо операцій сек'юритизації активів у оригінатора**

*Зразок Р. 1*

**Форма ДЗ-1**

\_\_\_\_\_ підприємство, організація

**ЗАТВЕРДЖУЮ:**

Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (підпис) (ПІБ)  
 “ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ **20** \_\_\_\_ р.

**Ресстр дебіторів (прав грошової вимоги) за укладеними договорами**

№ з/п	Най-менування дебітора	Номер та дата укладання договору	Місце знаходження дебітора	Предмет договору	Дата виникнення та погашення дебіторської заборгованості	Сума боргу, грн.		Відсоткова ставка, %	Спосіб погашення		Вид забезпечення (застави)	Можливість дострокового погашення боргу		Можливість відступлення права вимоги за укладеним договором	
						погашена	непогашена		основного боргу	відсотків		так	ні	так	ні
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16

Склав: \_\_\_\_\_ (посада)

\_\_\_\_\_ (підпис)

\_\_\_\_\_ (ПІБ)



підприємство, організація \_\_\_\_\_

**ЗАТВЕРДЖУЮ:**  
Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (ПІБ)  
“ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

**Відомість обліку виникнення та погашення дебіторської заборгованості за договорами за 20 року**

№ з/п	Номер та дата укладання договору	Дебітор за договором	Дата виникнення та погашення дебіторської заборгованості	Предмет договору	Сума основного боргу, грн.			Відсоткова ставка, %	Сума відсотків, грн			Сума дострокового погашення, грн.		
					загальна	непогашена на період	погашена за період		всього	за період	всього	основного боргу	відсотків	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15

Продовження

Кількість прострочених платежів		Сума прострочення за періодами, грн.													
основ. боргу	відсотків	до 30 днів		31-60 днів		61-90 днів		91 і більше днів							
		основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків
16	17	18	19	20	21	22	23	24	25						

Склав: \_\_\_\_\_ (посада)

\_\_\_\_\_ (ПІБ)

\_\_\_\_\_ (Підпис)

**Додаток С**

**Розроблені форми первинних документів щодо операцій сек'юритизації активів у оригінатора**

Зразок С. 2

Форма ПАС-3

\_\_\_\_\_ підприємство, організація

**ЗАТВЕРДЖУЮ:**  
Керівник підприємства

\_\_\_\_\_  
(підпис) \_\_\_\_\_ (ПІБ)  
" \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

**АКТ**

приймання-передачі документів,  
що засвідчують передані права вимоги  
№ \_\_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

м. \_\_\_\_\_

Оригінатор \_\_\_\_\_

(повне найменування юридичної особи)

Місцезнаходження: \_\_\_\_\_

ІНН \_\_\_\_\_

SPV (емітент) \_\_\_\_\_

(повне найменування юридичної особи)

Місцезнаходження: \_\_\_\_\_

ІНН \_\_\_\_\_

За цим Актом Оригінатор передає, а SPV приймає документи, що засвідчують передані права вимоги, відповідно до Договору купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, № \_\_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р. та Акту приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються, № \_\_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р. в зазначеному нище складі і обсязі:

№ з/п	Назва документу, № та дата	Найменування дебітора	Сума, грн.	Тип документу (оригінал, копія, ін.)	Документ підготував (посада, ПІБ)
1	2		3	4	5

На підставі Договору купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, № \_\_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р. та Акту приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються, № \_\_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р. прийнято документи у кількості \_\_ оригіналів та \_\_\_\_ копій.

Від Оригінатора передав: \_\_\_\_\_

(посада)

(підпис)

(ПІБ)

М.П.

Від SPV прийняв: \_\_\_\_\_

(посада)

(підпис)

(ПІБ)

М.П.

підприємство, організація \_\_\_\_\_

**ЗАТВЕРДЖУЮ:**  
Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (ПШБ)  
“ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

**Реєстр договорів, включених до пулу активів, що сек'юритизуються**

№ з/п	Номер та дата укладання договору	Код за ЄДРПОУ дебітора	Найменування дебітора	Місце знаходження дебітора	Предмет договору	Дата виникнення та погашення дебіторської заборгованості	Сума вимоги до дебітора, грн.		Відсоткова ставка, %	Спосіб погашення		Розмір та вид забезпечення (у разі наявності)	Можливість дострокового погашення боргу	
							погашена	непогашена		основного боргу	відсотків		так	ні
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15

Склав: \_\_\_\_\_ (посада)

\_\_\_\_\_ (ПШБ)

\_\_\_\_\_ (Підпис)

## Форма ПАС-2

\_\_\_\_\_

підприємство, організація

**ЗАТВЕРДЖУЮ:**  
Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (підпис) \_\_\_\_\_ (ПІБ)  
"\_\_\_\_\_" \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

**АКТ**  
**приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються**  
**№ \_\_\_\_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.**

м. \_\_\_\_\_

Оригінатор \_\_\_\_\_

(повне найменування юридичної особи)

Місцезнаходження: \_\_\_\_\_

ІНН \_\_\_\_\_

SPV (емітент) \_\_\_\_\_

(повне найменування юридичної особи)

Місцезнаходження: \_\_\_\_\_

ІНН \_\_\_\_\_

За цим Актом Оригінатор передає, а SPV приймає пул активів, що сек'юритизуються, відповідно до Договору купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, № \_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р. в зазначеному нище складі і обсязі:

№	Найменування дебітора	Номер та дата укладання договору	Предмет договору	Термін дії договору	Сума вимоги до дебітора, грн.		Вид забезпечення (застави)
					загальна	непогашена	
1	2	3	4	5	6	7	8

Підписуючи даний Акт Сторони підтверджують відступлення оригінатором на користь SPV прав вимоги до дебіторів за відповідними договорами у складі, вказаному у графі 2 і 3, на суму, вказану у графі 7, відповідно Договору купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються, № \_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

Сторони визначили, що оригінали договорів та інших документів, які засвідчують права вимоги до дебіторів, передаються оригінатором SPV в момент підписання даного Акту на основі Акту приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги № \_ від " \_\_\_\_ " \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

Від Оригінатора передав: \_\_\_\_\_

(посада)

(підпис)

(ПІБ)

М.П.

Від SPV прийняв: \_\_\_\_\_

(посада)

(підпис)

(ПІБ)

М.П.

Додаток Т

Розроблені форми внутрішньої звітності щодо операцій сек'юритизації активів у оригінатора

Зразок Т.1

Форма ЗВДЗ-1

\_\_\_\_\_ підприємство, організація

ЗАТВЕРДЖУЮ:

Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (ПІБ)  
 “ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

Звіт про структуру дебіторської заборгованості за укладеними договорами  
 за \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

Код за ЄДРПОУ дебітора	Найменування дебітора	Географія дебітора	Предмет договору	Обсяг заборгованості			Розмір забезпечення (у разі наявності), грн.	Коефіцієнт LTV	Відсоткова ставка, %	«Вік» заборгованості, міс.	Період, що лишився до погашення заборгов., міс.
				Загальний, грн.	Сума, грн.	Частка у заг. сумі заборгованості, %					
1	2	3	4	5	6	7	8	10	11	12	
Разом /середнє значення	X	X	X			100,00					

Склав: \_\_\_\_\_ (посада) \_\_\_\_\_ (Підпис) \_\_\_\_\_ (ПІБ)

## Форма ЗВДЗ-2

\_\_\_\_\_ підприємство, організація

**ЗАТВЕРДЖУЮ:**  
Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (ПІБ)  
“    ”    \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

**Звіт про стан здійснення платежів дебіторами за укладеними договорами  
(місячний)**

за \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

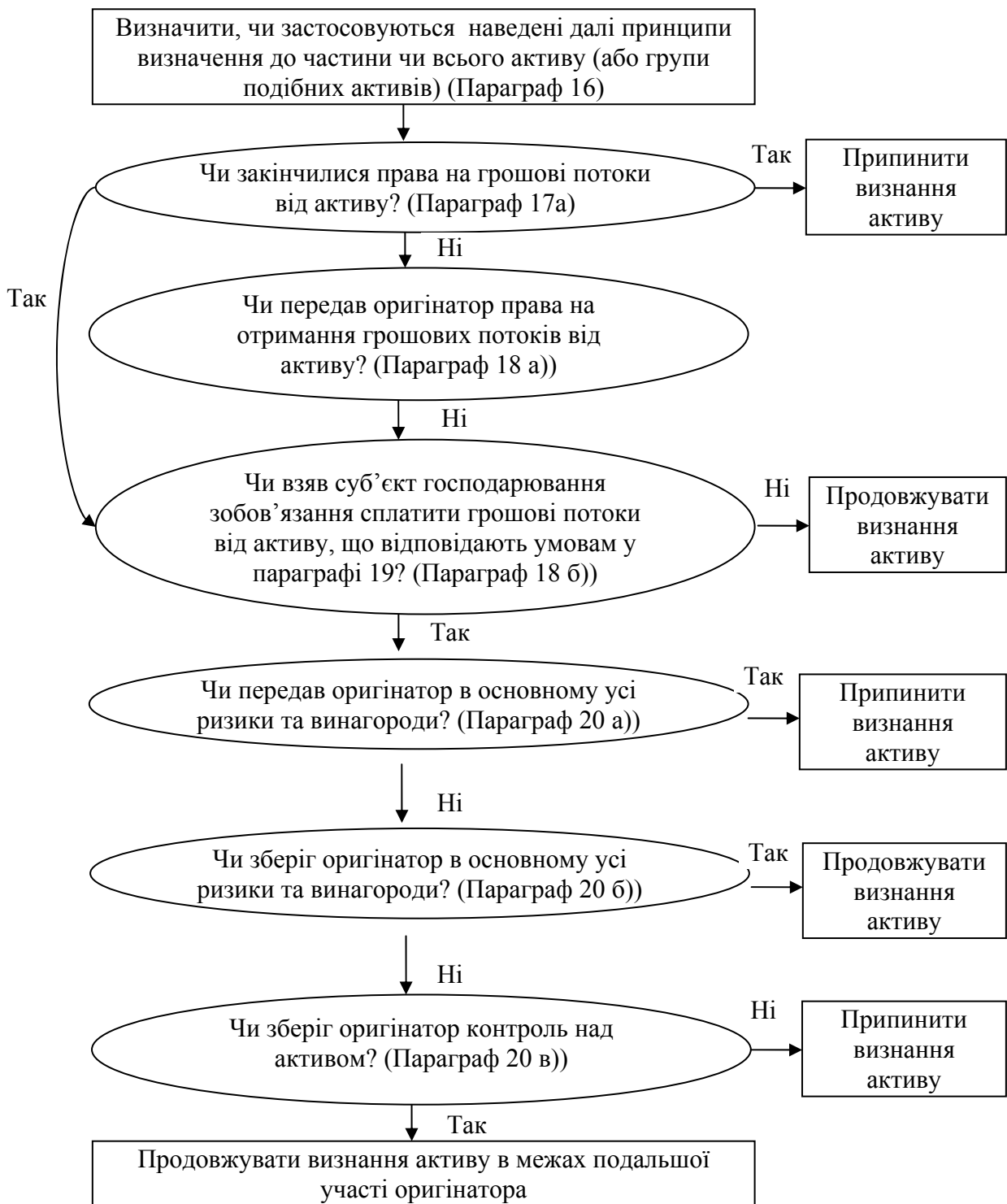
Код за ЄДРПОУ дебітора	Найменування дебітора	Номер та дата договору	Предмет заборгованості	Дебіторська заборгованість										
				Σ основною боргу за договором, грн.	Σ, сплачена у звітному періоді, грн.		Σ дострокового погашення, грн.		Непогашена заборгованість, грн.					
					Основного боргу	Нарахованих %	Основного боргу	Нарахованих %	Основного боргу, грн.	у т.ч. прострочення		у т.ч. прострочення		
6	7	8	9	10	Σ, грн.	К-сть днів	Σ, грн.	К-сть днів						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Разом	X	X	X											

Склав: \_\_\_\_\_ (посада) \_\_\_\_\_ (Підпис) \_\_\_\_\_ (ПІБ)

**Принципи припинення визнання фінансового активу оригіном  
відповідно до МСФЗ 9 «Фінансові інструменти»**

*Додаток У. 1*

**Алгоритм припинення визнання фінансового активу оригіном  
відповідно до МСФЗ 9 «Фінансові інструменти» [141]**



### **Положення МСФЗ 9 «Фінансові інструменти» щодо припинення визнання фінансового активу оригіратором**

Згідно п. 3.2 МСФЗ 9 положення про припинення визнання застосовуються до частини фінансового активу (або частини групи аналогічних фінансових активів), коли ця частина задовольняє одне з наступних трьох умов:

1) частина складається лише з конкретно ідентифікованих грошових потоків від фінансового активу (або групи подібних фінансових активів). Наприклад, SPV отримує право на грошові потоки від відсотка, але не на грошові потоки від основної суми за борговим інструментом;

2) частина складається лише з повністю пропорційної частки грошових потоків від фінансового активу (або групи подібних фінансових активів). Наприклад, SPV одержує права на 90% усіх грошових потоків боргового інструмента;

3) частина складається лише з повністю пропорційної частки конкретно ідентифікованих грошових потоків від фінансового активу (або групи подібних фінансових активів). Наприклад, якщо оригіратор укладає угоду, за якою SPV отримує права на 90 % грошових потоків від відсотка за фінансовим активом.

Якщо жоден з перерахованих критеріїв не виконується, вимоги про припинення визнання застосовуються до фінансового активу в повному обсязі (або до групи подібних фінансових активів повністю). Наприклад, якщо оригіратор передає: 1) права на перші чи останні 90 % надходжень грошових коштів від фінансового активу (або групи фінансових активів) або 2) права на 90 % грошових потоків від групи дебіторської заборгованості, але надає гарантію компенсувати SPV будь-які кредитні збитки до 8% основної суми дебіторської заборгованості.

Також згідно МСФЗ 9 оригіратор передає фінансовий актив у тому випадку, якщо він передає права на одержання грошових потоків від цього фінансового активу або виступає агентом з передачі даних потоків грошових коштів від позичальника SPV, яке задовольняє наступним умовам:

1) виплата суми SPV відбувається тільки при отриманні еквівалентних сум від позичальника;

2) оригіратор не має права продавати або віддавати в заставу актив, за винятком передачі його SPV як забезпечення зобов'язання виплатити грошові кошти;

3) оригіратор зобов'язаний перераховувати грошові кошти, що збираються від імені SPV, без істотних затримок.

Крім того, у компанії-оригінатора немає права реінвестувати такі кошти, за винятком інвестицій в грошові кошти або еквіваленти грошових, протягом короткого періоду проведення розрахунків від дати отримання грошових коштів до дати необхідного перерахування їх остаточному одержувачу, при цьому відсотки, зароблені від такої інвестиції, передаються кінцевому одержувачу.

Після цього, оригіратор визначає умови, за якого він зберігає ризики і вигоди, пов'язані з володінням даним активом, а також визначає, чи зберігається контроль над даним фінансовим активом. Відповідно, необхідно враховувати наступні умови:

1) при передачі оригіратором практично всіх ризиків і вигід, пов'язаних з володінням фінансовим активом, він припиняє визнання фінансового активу і визнає окремо активи або зобов'язання, які були створені або збережені при передачі;



2) при збереженні всіх ризиків і вигід визнання фінансового активу продовжується;

3) оригінатор визначає чи зберігається контроль над фінансовим активом, у разі якщо компанія не передає і не зберігає практично всі ризики і вигоди, пов'язані з володінням даним активом.

Тому, при збереженні контролю визнання фінансового активу продовжується залежно від участі в ньому, а в разі передачі контролю – визнання фінансового активу припиняється і при цьому визнаються активи і зобов'язання, які були збережені при передачі.

Якщо оригінатор не передав і не зберіг значну частину всіх ризиків і вигід, пов'язаних з володінням переданим активом, і зберігає за собою контроль над ним, він продовжує визнавати переданий актив у межах його подальшої участі. Рівень подальшої участі компанії у переданому активі – це рівень, за якого вона піддається ризику змін вартості цього активу, зокрема:

1) якщо подальша участь оригінатора набирає форми гарантії на переданий актив, тоді ступінь подальшої участі суб'єкта господарювання є меншою з двох оцінок: 1) суми активу або 2) суми гарантії (максимальної суми отриманої компенсації, яку суб'єкт господарювання може бути вимушений повернути);

2) якщо подальша участь оригінатора набирає форми проданого чи придбаного опціону (або обох) на переданий актив, то ступінь такої участі оригінатора визначається сумою, на яку він може зробити зворотну купівлю переданого активу. Однак у випадку проданого опціону “пут” на актив, який оцінюється за справедливою вартістю, обсяг подальшої участі оригінатора обмежується меншою з двох оцінок: справедливою вартістю переданого активу або ціною виконання опціону;

3) якщо подальша участь оригінатора набирає форми опціону, який погашається грошовими коштами, або подібного забезпечення на переданий актив, то обсяг подальшої участі оцінюється таким самим способом, як і для участі, що є результатом опціонів, які не погашаються грошовими коштами, як зазначено вище.

## Підходи до трактування поняття «аутсорсинг»

Автори	Трактування поняття «аутсорсинг»				
	Певна стратегічна модель управління (спосіб оптимізації діяльності)	Нова форма розвитку виробничо-економічних відносин	Вид запозиченої праці	Передача бізнес-процесів та бізнес-функцій сторонньому підприємству	Передачу зовнішньому суб'єкту не основних функцій
Анікін Б.А. [6]				+	
Бакалінський О.В. [9]				+	
Беліков О. [14]				+	
Вороніна Н.В. [36]	+				+
Даценко М.І. [45]				+	
Зозульов О. [88]				+	
Зорій О.М. [89]				+	
Іванков В.М. [92]	+				
Кохан В.П. [112]			+		
Крикунова Д. [117]	+				+
Лабжання Р.Г. [122]		+			
Перетяцько А.Ю. [166]				+	
Поплюйко А.М. [178]				+	
Савченко А.А. [195]				+	
Сайфієва С.Н. [196]	+				+
Семанюк В.З. [205]	+				
Синиця Т.В. [207]				+	
Скакун Л.С. [209]				+	
Фімушкіна В.А. [239]				+	
Хрипко Ю. [244]	+				+
Царенко О.В. [246]				+	
Черемісін Д.В. [247]				+	
Шарп М. [293]	+				+
Шишханов М.О. [256]				+	
Яковлев А.Р. [262]				+	
<b>Разом</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>5</b>

## Етапи організації бухгалтерського обліку\*

<i>Найменування етапу</i>	<i>Зміст</i>	<i>Характеристика етапів</i>
Методичний	Вибір облікової політики	Проводиться комплекс заходів, що забезпечують організацію первинного документування; встановлення строків та порядку інвентаризації; вибір методу оцінки активів підприємства; вибір номенклатури рахунків (плану рахунків) бухгалтерського обліку; вибір і затвердження переліку типових бухгалтерських записів; вибір амортизаційної політики; визначення переліку та розробка форм внутрішньої звітності і порядку їх заповнення
Технологічний	Вибір оптимальної форми обліку	Вибір способу обробки облікових даних; розробка переліку і форм облікових реєстрів; встановлення порядку здійснення записів у реєстрах і переносу даних між реєстрами
Організаційний	Організація роботи облікового апарату	Встановлення найбільш економічної і зручної схеми обліку; визначення оптимальної структури облікового апарату; встановлення норм праці та часу, необхідного для виконання робіт і визначення оптимальної чисельності бухгалтерів; набір кадрів та їх навчання; організація робочих місць бухгалтерів; раціональне розміщення облікового апарату; встановлення належних інформаційних зв'язків між окремими частинами бухгалтерії та безпосередньо у виборі способів ведення обліку для даного підприємства

\* Сформовано на основі [93, с. 27]

## Критерії вибору зовнішніх фахівців, які наводяться в працях різних авторів

<i>Автор</i>	<i>Критерії</i>
Беліков О. [14, с. 24]	Досвід роботи з підприємствами відповідної галузі, репутація та досвід діяльності, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Вовкодав І. [32, с. 55]	Досвід роботи з підприємствами відповідної галузі, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Демчева С. [46]	Дотримання етичних норм та корпоративної культури, рівень якості наданих послуг, вартість послуг, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Дойг М., Христосенко М., Руденок В. [49, с. 33]	Наявність дипломів, сертифікатів професійних організацій, дотримання етичних норм та корпоративної культури, рівень якості наданих послуг, репутація та досвід діяльності, вартість послуг, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Кміть В.М. [106, с. 94-95]	Рівень якості наданих послуг, репутація та досвід діяльності, вартість послуг, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Кривоконь О. [115, с. 16]	Досвід роботи з підприємствами відповідної галузі, репутація та досвід діяльності, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Логіненко Л.О., Фролова Ю.Ю. [129, с. 123]	Дотримання етичних норм та корпоративної культури, досвід роботи з підприємствами відповідної галузі, вартість послуг
Новіченко Л.С [154]	Види послуг в сфері бухгалтерського обліку та суміжних сферах, які надає зовнішній суб'єкт; період існування підприємства на ринку відповідних послуг; профільні спеціалісти з бухгалтерського обліку; рівень цін на послуги з бухгалтерського аутсорсингу; досвід роботи з підприємствами відповідної галузі; імідж та досвід роботи виконавця на ринку; позитивні відгуки та рекомендації замовників; забезпеченість сучасними комп'ютерними технологіями; наявність договору з страхування ризиків професійної діяльності; участь зовнішнього суб'єкта в діяльності вітчизняних і міжнародних професійних організацій; урегульованість та дотримання виконавцем професійно-етичних норм та принципів; рівень корпоративної культури та її дотримання; наявність сертифікатів, дипломів, які підтверджують рівень професіоналізму працівників виконавця
Сергієнко О. [206, с. 93]	Рівень якості наданих послуг, репутація та досвід діяльності, вартість послуг, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Хрипко Ю. [244, с. 49]	Наявність дипломів, сертифікатів професійних організацій, дотримання етичних норм та корпоративної культури
Шевцова О. , Андрюшкевич Ю. [253, с. 51-52]	Наявність дипломів, сертифікатів професійних організацій, досвід роботи з підприємствами відповідної галузі, рівень якості наданих послуг, репутація та досвід діяльності, вартість послуг, високий рівень професіоналізму та кваліфікації працівників
Данілкин І. [44]	Наявність дипломів, сертифікатів професійних організацій, рівень якості наданих послуг

Зразок форми графіку документообігу на SPV

Вид / найменування вхідного (вихідного) документу	Дата / термін надання документу	К-ть екз.	Суб'єкт, відповідальний за надання документу	Відповід. за обробку доку-менту	Дата / період обробки документів бухгалтерією	Дата / термін надання документу в архів	Зміст господарськ ої операції
1	2	3	4	5	6	7	8
Акт приймання-передачі пулу активів, що сек'юритизуються, Акт приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги	Відповідно до умов договору купівлі-продажу пулу активів, що сек'юритизуються	2	Оригінатор	Бухгалтер	Дата підписання актів приймання-передачі	Відповідно до умов договору про надання послуг бухгалтерського аутсорсингу	Придбання пулу активів, що сек'юри-тизуються
Реєстр договорів, включених до пулу активів, що сек'юритизуються	Дата підписання Акту приймання-передачі документів, що засвідчують передані права вимоги	2	Оригінатор	Бухгалтер	Дата підписання актів приймання-передачі	Відповідно до умов договору про надання послуг бухгалтерського аутсорсингу	Придбання пулу активів, що сек'юри-тизуються

**Запропоновані форми внутрішньої звітності щодо операцій  
сек'юритизації активів на SPV**

Таблиця Ш. 1

**Характеристика внутрішньої звітності SPV щодо операцій  
сек'юритизації активів**

Назва звіту	Шифр форми	Характеристика
Звіт про структуру сек'юритизованих активів	ЗВСА-1	Містить інформацію щодо структури пулу сек'юритизованих активів у розрізі виду активу, його «віку», періоду, що лишився до погашення заборгованості, відсоткової ставки, розміру застави, регіонів, галузі, а також узагальнюючі показники щодо пулу активів уцілому, зокрема, величини пулу, середньозваженої ставки відсотку, середньозваженого віку пулу сек'юритизованих активів тощо
Звіт про стан здійснення платежів за сек'юритизованими активами	ЗВСА-2	Містить узагальнену інформацію за відповідний звітний період про стан погашення сек'юритизованих активів у розрізі основного боргу та відсотків за такими показниками, як розмір погашеного та непогашеного боргу, сума дострокового погашення, кількість прострочених платежів та сума прострочення за періодами
Звіт про витрати, пов'язані з емісією цінних паперів	ЗВЦПЗА-1	Розкриває детальну інформацію про всі витрати (разові, щорічні, постійні, змінні), пов'язані з випуском, розміщенням та обслуговуванням забезпечених цінних паперів, а також утриманням SPV
Звіт про результати випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами	ЗВЦПЗА-2	Відображає інформацію про результати випуску забезпечених цінних паперів за такими показниками: дата реєстрації випуску; номер свідоцтва про реєстрацію випуску; найменування органу, що зареєстрував випуск; форма існування та випуску; кількість інвесторів; номінал цінного паперу; кількість цінних паперів у випуску; загальна номінальна вартість цінних паперів; відсоткова ставка (купон); порядок нарахування та виплати відсотків; дата погашення цінних паперів
Звіт про підсумки погашення цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами	ЗВЦПЗА-3	Акумулює інформацію щодо погашення заборгованості перед інвесторами за випущеними облігаціями (найменування інвестора, спосіб, сума та дата погашення номіналу та відсотків)
Звіт за траншами випущених цінних паперів	ЗВЦПЗА-4	Містить інформацію щодо випущених цінних паперів у розрізі траншів в частині кількості та вартості випущених цінних паперів, розміру купону, способу, дати та суми погашення номіналу та купону

## Форма ЗВСА-1

\_\_\_\_\_ підприємство, організація

ЗАТВЕРДЖУЮ:  
Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (ПІБ)

“ \_\_\_\_\_ ” 20\_\_ р.

## Звіт про структуру сек'юритизованих активів

за \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

№ з/п	Найменування сек'юритизованого активу	Сума активу, тис. грн	Питома вага активу, %	Відсоткова ставка, %	Регіон	Галузь	Розмір забезпечення (застави), тис. грн.	Ймовірність настання кредитної події, %	«Вік» активу, міс.	Період, що лишився до погашення активу, міс.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Пул			100,00		X	X				

Склав: \_\_\_\_\_ (посада) \_\_\_\_\_ (ПІБ) \_\_\_\_\_ (Підпис)

\_\_\_\_\_ підприємство, організація

**ЗАТВЕРДЖУЮ:**  
Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (ПІБ)

“ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

### Звіт про стан здійснення платежів за сек'юритизованими активами

за \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

№ з/п	Найменування сек'юритизованого активу	Сума активу, тис. грн	«Вік» активу, міс.	Сума основного боргу, тис. грн.		Відсоткова ставка, %	Сума відсотків, грн			Сума дострокового погашення, грн.		
				погашена за період	залишок		нарахованих за період	всього	сплачених за період	основного боргу	відсотків	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13

### Продовження Звіту

Кількість прострочених платежів		Сума прострочення за періодами, грн.									
основ. боргу	відсотків	до 30 днів		31-60 днів		61-90 днів		91 і більше днів		основ. боргу	відсотків
		основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків	основ. боргу	відсотків		
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		

Склав: \_\_\_\_\_ (посада) \_\_\_\_\_ (ПІБ) \_\_\_\_\_ (Підпис)



## Форма ЗВЦПЗА-2

\_\_\_\_\_

підприємство, організація

ЗАТВЕРДЖУЮ:

Керівник підприємства

\_\_\_\_\_

(підпис) (ПІБ)

## Звіт про результати випуску цінних паперів, забезпечених сек'юритизованими активами

“ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 20\_\_ р

Дата реєстрації випуску	Номер свідоцтва про реєстрацію випуску	Найменування органу, що зареєстрував випуск	Форма існування та випуску	Кількість інвесторів	Номінальна вартість, грн.	Кількість у випуску	Загальна номінальна вартість, млн. грн.	Відсоткова ставка (купон), %	Порядок нарахування та виплати відсотків	Дата погашення
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11

Склав: \_\_\_\_\_

(посада)

\_\_\_\_\_

(ПІБ)

\_\_\_\_\_

(Підпис)

## Форма ЗВЦПЗА-3

підприємство, організація

ЗАТВЕРДЖУЮ:  
Керівник підприємства

(підпис)

(ПІБ)

Звіт про підсумки погашення цінних паперів, забезпечених  
сек'юритизованими активами  
за \_\_\_\_\_ 20\_\_ р

Клас цінних паперів та інвестори	Обсяг цінних паперів		Відсоткова ставка (купон), %	Спосіб (термін) погашення		Погашення цінних паперів			
	шт.	тис. грн.		номіналу	купону	номіналу		купону	
						дата	∑, тис. грн.	дата	∑, тис. грн.
<b>Клас А, у т.ч.:</b>									
Інвестор 1									
Інвестор 2									
Інвестор 3									
<b>Клас В, у т.ч.:</b>									
Інвестор 1									
Інвестор 2									
Інвестор 3									
<b>Клас С, у т.ч.:</b>									
Інвестор 1									
Інвестор 2									
Інвестор 3									
<b>Всього</b>				X	X	X		X	

Склав: \_\_\_\_\_  
(посада)\_\_\_\_\_  
(Підпис)\_\_\_\_\_  
(ПІБ)

## Форма ЗВЦЗА-4

\_\_\_\_\_

підприємство, організація

## ЗАТВЕРДЖУЮ:

Керівник підприємства

\_\_\_\_\_ (ПШБ)  
 “ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

## Звіт за траншами випущених цінних паперів

Транш (клас) цінних паперів	Інвести- ційний рейтинг	Обсяг емісії		Частка у загальній сумі емісії, %	Номінал, грн.	Загальна номінальна вартість, млн. грн.	Відсоткова ставка (купон), %	Спосіб виплати відсотків	Кількість інвесторів	Дата погашення	Середньо- зважений термін траншу, р.
		млн. грн.	шт.								
Клас А											
Клас В											
Клас С											
Всього	X			100,00				X			

Склав: \_\_\_\_\_  
 (посада)

\_\_\_\_\_ (ПШБ)

\_\_\_\_\_ (Підпис)

Наукове видання

Дріга Ольга Павлівна

**ОБЛІК І АНАЛІЗ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ**

Монографія

Друкується в авторській редакції

Підписано до друку 18.10.2016. Формат 30 x 42/4.

Папір офсетий. Ризографія. Ум. друк. арк. 11,8.

Обл.-вид. арк. 11,8. Тираж 25 пр. Зам. № .

Підготовлено до друку та видруковано  
у Державному ВНЗ «Національний гірничий університет».

Свідоцтво про внесення до Дежавного реєстру  
ДК № 1842 від 11.06.2004.

49005, м. Дніпро, просп. Д. Яворницького, 19.