

Михайло КЛАПКІВ

## СТРАХУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПОТОКІВ, МОБІЛІЗОВАНИХ МЕТОДОМ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ

Зміцнення зв'язків страхового сектора з іншими сегментами фінансового ринку щораз інтенсивніше позначається не лише на інституційному рівні (співпраці страхових компаній з банками та іншими фінансовими закладами), а й досить часто набуває функційного характеру, який проявляється у поєднанні страхування з іншими фінансовими інструментами. У процесі тісної співпраці класичних фінансових інструментів формується механізм нових комплексних операцій сучасного розвинутого фінансового ринку. Такою є, зокрема, недавно впроваджена на фінансовий ринок операція, спрямована на залучення інвестицій і забезпечення для них страхового захисту. Вона отримала назву "сек'юритизація".

Термін "сек'юритизація" походить від слова "securities", тобто "цінні папери", оскільки зміст цієї фінансової операції полягає у випуску на ринок цінних паперів і реалізації їх зацікавленим інвесторам. Одним з найпростіших його варіантів є емісія облігацій, при якій рівень погашення зобов'язань по них поставлено у залежність від результатів діяльності емітента. Проте вважається, що найкоротшим шляхом до сек'юритизації ризику є не приватна емісія, а стандартні цінні папери, які обертаються на фондовій біржі. Операція "сек'юритизації" сприяє заміні традиційного кредитування підприємств на надання фінансової допомоги шляхом введення в обіг емітованих ними цінних паперів – "це процес перетворення неліквідних фінансових активів на інструменти ринку капіталів, придатних для продажу<sup>1</sup>". Особливістю фінансового інструменту "сек'юритизації ризику" є не стільки випуск і розміщення цінних паперів, скільки техніка його функціонування. Одне з поширених визначень такої сек'юритизації, дане Дж. Розенталем і Дж. Окампо (J. Rosenthal, J. Osampo), називає його старанно підготовленим процесом, у якому окремі позики та інша кредиторська заборгованість об'єднуються, страхуються і продаються у формі цінних паперів. Отже, як такою сек'юритизація вважається особливою діяльністю, яка вже давно здійснюється на ринку цінних паперів. Однак така "сек'юритизація" переслідує лише просту мету – акумуляцію коштів за посередництвом цінних паперів<sup>2</sup>.

Сек'юритизація почала розвиватися у США разом з введенням, особливо з початку 70-х років, іпотечних кредитів, для яких здійснювалася емісія цінних паперів. У Європі цей новий фінансовий інструмент найскоріше знайшов застосування у Великобританії, де і став другим у світі. Такі операції тут були проведені в 1984 р. за зразком американських і теж у зв'язку з іпотечними кредитами. Пізніше операції цього типу стали здійснюватися у ряді європейських країн, тільки у значно менших обсягах. Почавшись з 1985 р., каталог сек'юритизованих активів набув швидкого поширення. Найчастіше ними є:

- іпотечні кредити;
- заборгованість по орендній платі;
- кредитні лінії під заставу іпотеки;
- кредити низької якості;
- кредити для підприємств;
- споживчі кредити для населення;
- кредити на купівлю автомашин;

<sup>1</sup> Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – Київ: Основи, 1998. – С. 379.

<sup>2</sup> Наведено за: Kosinski Andrzej. Sekurytyzacja aktywow. – Warszawa: Biblioteka Menedzera i Bankowca: Zarzadzanie i Finanse, 1997. – С. 11.

- заборгованість по лізингових операціях;
- заборгованість по торгових операціях;
- заборгованість по франшизних угодах;
- заборгованість по страхових договорах;
- цінні папери.

Початково сек'юритизація опиралася на цінні папери, які емітувалися спеціально організованими для цієї мети дочірніми товариствами. На сучасному етапі така сек'юритизація теж залишилася головним методом пошуку фінансових засобів на ринку, хоч одночасно як форма фінансування підприємств тепер дедалі важливішу роль починають відігравати консорційні кредити<sup>3</sup>. Кінцевою метою операції сек'юритизації є створення для підприємств вигідної можливості пошуку фінансових коштів на фондовому ринку<sup>4</sup>. Технічно це здійснюється шляхом виокремлення підприємством частини власних фінансових активів в окремий пакет і його продаж товариству-емітенту. Основним завданням товариства, яке придбало фінансові активи підприємства, є їх рефінансування шляхом надання позик або емісії цінних паперів, які пізніше могли б бути продані інвесторам навіть на міжнародному фінансовому ринку. Операцію сек'юритизації активів прирівнюють до факторингової операції, оскільки в обидвох випадках йдеться про продаж ресурсів. Але відмінністю і перевагою сек'юритизації є можливість "розпорошення" ризику операції на багатьох інвесторів, а не перенесення його (як у випадку факторингу) на одного.

Поступове витіснення традиційного банківського кредитування емісією цінних паперів, яке вважається першим етапом процесу сек'юритизації ("primare" Securitisation), і перетворення уже існуючих прав вимог у позики, які названо вторинною сек'юритизацією ("sekundere" Securitisation або Asset Backed Securities), на сучасному фінансовому ринку отримало характер стійкої тенденції<sup>5</sup>. Техніка здійснення "Asset Backed Securities" (ABS) полягає у емісії спеціалізованим товариством спеціальних сертифікатів, виходячи з обсягу проданого йому підприємством пакета фінансових активів. Названі сертифікати виконують роль титулів власності щодо фінансових активів і гарантій, наданих кредиторам або третім особам. Важливим завданням при цьому трансфері фінансових ресурсів, обтяжених ризиками, безумовно, є забезпечення цінним паперам високої якості, яка можлива лише при низькому ризику. Першим операціям такого типу, котрі здійснювалися на базі іпотечних кредитів, надійно забезпечували державний нагляд агентства, спеціально найняті для цього державними органами. Для попередньої оцінки ризику, фінансової кондиції емітентів та емітованих ними паперів залучали спеціальні рейтингові агентства. Ця фінансова обробка здійснюється за такою схемою:



Рис.1. Типова схема взаємовідносин сторін при емісії цінних паперів на основі активів підприємств.

<sup>3</sup> Цынкуш Татьяна. Банк с позиции современной банковской теории // Финансовые услуги. – 1997. – № 4 – 5. – С. 36.

<sup>4</sup> Семенкова Е. В. Экономическое содержание и основные преимущества секьюритизации как способа формирования финансов?х потоков // Банковские услуги. – 1997. – № 3. – С. 22 – 25.

<sup>5</sup> Hanft Andreas, Struve Melanie. Insurance Linked Securities // Versicherungswirtschaft. – 1999. – № 19. – С. 1422.

Однак така оцінка не завжди була об'єктивною і не відповідала очікуванням інвесторів. Саме тому одночасно з поширенням з початку 80-х років операцій типу (ABS) на інші активи підприємств з метою підвищення стабільності операцій почали використовуватися банківські гарантії або страхування. Також з метою чіткого та оперативного адміністрування відносинами між сторонами до складу цієї структури вводиться і довірена особа (послуговий агент), котра забезпечує інвесторам виплату доходу у визначених сумах і термінах. При цьому виявилось, що емісія цінних паперів, забезпечених надійним страховим закладом, може стати не лише вигідною для інвесторів, а й більш привабливішою формою фінансування, ніж традиційне отримання підприємствами банківських кредитів<sup>6</sup>. Тепер ці взаємовідносини між сторонами здійснюються за такою схемою:



Рис. 2. Схема взаємовідносин сторін при сек'юритизації ризиків з участю страхової установи.<sup>7</sup>

Операції сек'юритизаційного характеру можуть відрізнятися між собою різноманітним складом їх учасників та послідовністю і важливістю виконуваних ними дій<sup>8</sup>. Найбільш повна, на наш погляд, система взаємовідносин сторін-учасниць процесу страхування інвестиційних потоків, мобілізованих методом сек'юритизації, а також їх функціональне призначення найкраще ілюструються схемою, наведеною на рисунку 3.

Як видно з наведеного рисунка, операція сек'юритизації інспірується продавцем фінансових активів, у ролі якого може бути підприємство або банк. Їхні активи продаються спеціальному товариству (SPV – Special Purpose Vehicle). У свою чергу товариство під відповідний пакет фінансових активів (кредитні права ініціатора) емітує цінні папери і забезпечує їх обіг, за що отримує комісійну винагороду. Цінним паперам, що випускаються, залежно від їх якості, рейтингове агентство присвоює відповідний рейтинг, який має надати цій операції прозорості

<sup>6</sup> Sliperski Marek. Przejawy konwergencji systemu finansowego w ubezpieczeniach // Wiadomosci Ubezpieczeniowe. – 1999. – № 7,8. – С. 56.

<sup>7</sup> Kosinski Andrzej. Sekurytyzacja aktywow. – Warszawa: Biblioteka Menedzera i Bankowca: Zarzadzanie i Finanse. 1997. – С. 13, 14.

<sup>8</sup> Хоминич И. П. Финансовая стратегия компаний. – Москва: Российская экономическая академия имени Г. В. Плеханова, 1998. – С. 112.

та певності. Виручені в процесі емісії кошти товариство передає підприємству-продавцю кредиторської заборгованості (вірительності), які воно опісля використовує на фінансування власних потреб. Товариство-емітент обслуговує тепер вже власні фінансові зобов'язання перед інвесторами за рахунок коштів, котрі регулярно надходять від боржників підприємства-продавця фінансових активів. Безперечно, весь цей ланцюг фінансових операцій стає технічно можливим до реалізації лише у випадку, коли відповідні грошові потоки від взаємних зобов'язань здійснюються у різний час, а економічно вигідною сек'юритизаційна операція стає за умови застосування різноманітних процентних ставок різними зацікавленими учасниками операції. Боржники підприємства, як видно зі схеми, розраховуються по своїх зобов'язаннях у вигляді сум відсотків і частин заборгованості, а тому не беруть безпосередньої участі у механізмі сек'юритизаційної операції.



Рис. 3. Типова конструкція сек'юритизаційної операції.

У випадку затримки надходжень коштів від підприємства товариство завдяки проявленій передбачливості має змогу скористатися послугами страхової компанії або ж іншого закладу, який може бути у ролі гаранта. Таке перенесення ризиків на ринку капіталів фахівцями часто характеризується як “альтернативний трансфер ризиків” (АТР). На думку спеціалістів, його значення у майбутньому зросте, однак не настільки, щоб замінити класичне пряме страхування і перестраховування, хоча і суттєво їх доповнить<sup>9</sup>. Додатковим забезпеченням стабільності проходження операції сек’юритизації є нагромаджені на окремому гарантійному рахунку кошти, які перебувають у розпорядженні товариства-емітента. Цей резерв формується до досягнення ним певного обсягу і тільки при надлишкових надходженнях його кошти можуть бути повернуті підприємствам. Таким чином, формування і використання коштів спеціального рахунку мають характер самофінансування.

Залежно від виду проданого пакета активів проявляються особливі форми сек’юритизації. Найпопулярнішими є ALS, CARDS і CARS. Перша з них (ALS) означає операцію, побудовану на емісії цінних паперів під фінансові активи, отримані з очікуваних сплат від лізингу автомобілів. Друга форма виникає на основі фінансових активів, які походять з кредитних карт. Третя – на підставі позик, отриманих фізичними особами та підприємствами на придбання автомобілів. Такі сек’юритизовані автомобільні позики ще у 1986 р. становили 10 мільярдів доларів США, а до кінця 1989 р. сек’юритизована дебіторська заборгованість по кредитних картках вже сягала 30 мільярдів доларів США. Сек’юритизація розпочалася на основі гарантій Державної національної асоціації іпотечного кредиту по заставних. Вона і сьогодні поширюється в основному на ті активи, що мають пряму чи опосередковану гарантію з боку уряду. Значний обсяг сек’юритизованих позик становлять і ті, які потребують гарантій і страхового захисту<sup>10</sup>, тобто інвестиційні банки, у свій час сприяючи процесові обігу сек’юритизованих урядових іпотечних паперів (заставних), пізніше застосували цю методику для сек’юритизації приватних житлових іпотечних заставних, автомобільних позик, комерційних заставних, дебетових кредитних карток і навіть комерційних позик й дебіторської заборгованості по лізингу (орендній платі)<sup>11</sup>. Цим другим і потрібен додатковий страховий захист.

Як же може розвиватися у майбутньому характер сек’юритизаційних операцій? На думку спеціалістів, однією з головних їх форм у найближчі роки може стати “Insurance Linked Securities – ILS” (страхування, поєднане із сек’юритизацією), тобто така форма цінних паперів, яка хоч і дещо відрізняється від класичної сек’юритизації, оскільки емітується на страховому ринку, але теж одночасно створює умови безпечного фінансового інвестування. Її відмінністю від вищеописаної форми є те, що якщо тоді страховик був у властивій йому ролі гаранта сек’юритизованого інвестиційного процесу, то тепер страховий заклад вже сам є у ролі аранжера, намагаючись отримати фінансові інвестиції і зменшити при цьому свій власний ризик і ризик інвестора. Можливість участі у процесі сек’юритизації ризику дає йому змогу відмовитись від традиційного, але дорогого перестраховування. Саме тому операції сек’юритизації ризику називають фінансовим перестраховуванням та альтернативою традиційного перестраховування. Така операція відома здебільшого як “катастрофічна позика” (англ. “CAT bonds”), бо інвестиції залучаються з метою, передусім, відшкодування катастрофічних збитків<sup>12</sup>. Отже, більшість операцій типу ILS – це, як правило, катастрофічні облигації, дохід від яких залежить від індексу збитковості натуральних катастрофічних ризиків<sup>13</sup>. Емітентом таких облигацій може бути окремий страховий заклад, який, подібно до банку, переносить свій страховий технічний ризик на інвестора, що є у ролі перестраховика

<sup>9</sup> Hase Maren. Alternativen des Risikotransfers via Sekuritization // *Versicherungswirtschaft*. – 1998. – № 5. – С. 291 – 293.

<sup>10</sup> Мишкин Фредерик С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – Київ: Основи, 1998. – С. 380.

<sup>11</sup> Хоминич И. П. Финансовая стратегия компаний. – Москва: Российская экономическая академия имени Г. В. Плеханова, 1998. – С. 108.

<sup>12</sup> Anders Stephan. Einsatz von Katastrophen – Indizes als Schadenbasis bei der Risk Securitization (I) // *Versicherungswirtschaft*. – 1999. – № 3. – С. 161 – 165.

<sup>13</sup> Hanft Andreas, Struve Melanie. Insurance Linked Sekurites // *Ver-sicherungswirtschaft*. – 1999. – № 19. – С. 1422.



прийнятих страховиком ризиків<sup>14</sup>. Серед тих вигод, які отримує страхова фірма-емітент, облігації типу ILS називають отримання дешевшого, емкішого, альтернативного до сфери професійного перестраховування, способу трансферу ризиків страховими компаніями. З боку ж покупців облігацій їх придбання є вигідною формою інвестування коштів, оскільки:

- облігації типу ILS надають можливість отримати вищий, безпосередньо страховиком гарантований інвестиційний дохід;
- інвестування в облігації ILS додатково і надійно диверсифікує інвестиційний портфель кожного інвестора, даючи змогу йому уникати різних фінансових ризиків<sup>15</sup>.

Чисельні публікації у фахових виданнях вбачають у цьому новому фінансовому механізмі, який створює можливості безпечного інвестування, важливу роль у системі-менеджменту ризиками XXI століття<sup>16</sup>.

У 90-ті роки цю форму трансферу ризиків, а заодно й інвестування, активно підхопили американські страховики. У ролі емітентів "CAT bonds" вони безпосередньо вступили на фінансовий ринок. Альтернативною формою до вищенаведеної первинної сек'юритизації вважається "Special Purpose Vehicles" (SPVs), яка передбачає виставлення звичайного полісу на перестраховування, а тому є немов би другим кроком рефінансування на фінансовому ринку (вторинною сек'юритизацією). Обидва варіанти тісно пов'язані, оскільки покупці "бондів" останнім часом набувають ролі цесіонарів і тому привласнюють страхові премії. Поряд з Insurance Linked Bonds, трансфер ризиків на фінансовому ринку може здійснюватися за допомогою інших інструментів – страхових деривативів: фючерсів, опціонів. Участь страховиків і перестраховиків у діяльності фінансового ринку як емітентів цінних паперів типу Insurance Linked Securities обіцяє їм значні вигоди, а саме:

- високу ефективність результатів діяльності – вищу, ніж на традиційному страховому ринку;
- менше розпорошення ризико-премії на капіталовому ринку;
- середньо- і довготривалий трансфер ризику (до десяти років), на відміну від традиційного однорічного;
- покращену стабільність і рентабельність у межах оптимально сформованого страхового портфеля<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> Hase Maren. Alternativen des Risikotransfers via Sekuritization // *Versicherungswirtschaft*. – 1998. – № 5. – С. 291–293.

<sup>15</sup> Kulaczkowski Waldemar, Liwacz Andrzej, Mazurkiewicz Sławomir. Ubezpieczenia na świecie // *Wiadomości Ubezpieczeniowe*. – 1999. – № 9,10. – С. 64,67.

<sup>16</sup> Risikomanagement des 21. Jahrhunderts? // *Versicherungswirtschaft*. – 1999. – № 12. – С. 840;

<sup>17</sup> Hanft Andreas, Struve Melanie. Insurance Linked Securities // *Ver-sicherungswirtschaft*. – 1999. – № 19. – 1422.