

УДК 336.7

DOI:10.32680/2409-9260-2021-1-2-278-279-19-23

ЗАСТАВНИЙ ПОРТФЕЛЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ОБ'ЄКТ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ

Білоус К.І., аспірант кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку, Одеського національного економічного університету, м. Одеса, Україна
kbilous@kse.org.ua
<https://orcid.org/0000-0002-2891-3640>

Анотація. У статті сформовано визначення заставного портфеля цінних паперів як об'єкта фінансового управління. Автором було використано методи аналізу та порівняння поглядів різних авторів на визначення заставного портфеля цінних паперів та систематизацію й стандартизацію отриманого практичного досвіду і знань у сфері заставного менеджменту як складової фінансового управління. Також автором виявлено та зафіксовано раніше нерозглянуті аспекти та особливості сутності заставного портфеля. В результаті сформовано визначення заставного портфеля цінних паперів як об'єкта фінансового управління, та запропоновано визначення терміну «заставний портфель цінних паперів», як динамічного портфелю, що є сукупністю прав на цінні папери позичальника, за виключенням переданих цінних паперів у забезпечення іншим контрагентам за процедурою регіпотекації. Також, в результаті дослідження складено основу для подальшого вивчення сфери заставного менеджменту як окремого напрямку фінансового управління. Рекомендовано використання нового визначення як базису для приведення законів та норм України до стандартів Європейського регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) та Директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID) задля інтеграції України до фінансових ринків Європейського Союзу.

Ключові слова: застава, портфель цінних паперів, заставний портфель цінних паперів, заставний менеджмент, фінансове управління, фінансовий менеджмент, кредит, деривативи.

COLLATERAL SECURITY PORTFOLIO AS AN OBJECT OF FINANCIAL MANAGEMENT

Bilous Kostiantyn, Ph.D. student, Odessa National Economic University, Odessa, Ukraine
e-mail: kbilous@kse.org.ua
ORCID ID: 0000-0002-2891-3640

Abstract. The article defines the concept of a collateral portfolio as an object of financial management. The author compares the use of definitions of the collateral portfolio by domestic researchers and analyzes the experience of foreign economics and market practices. In the article, the author identified factors that require their inclusion in the definition of the collateral portfolio in terms of collateral management. The following factors are included: - the collateral is not only a component of the secured loan agreement but also a component of any agreement that requires pledged collateral; - the formation of collateral can be not only a logical consequence of establishing collateral credit relations but reversely can be the first step for their creation; - the collateral portfolio is a set of collaterals of all multi-directional simultaneous agreements with different counterparties and/or tri-parties; - the possibility of rehypothecation of the components of the collateral portfolio, allows using the pledgor's pledged collateral securities for delivering further pledges as collaterals by the secured party to an another secured counterparty; - collateral management is active financial management due to continuous fluctuations of its collateral securities values due to price volatility in the stock markets. As a result, a definition of a collateral portfolio was formed to serve as an object of financial management. Thus, the «collateral portfolio» was proposed to name a dynamic portfolio, which is a set of rights to seize borrower's securities, excluding the delivered pledged securities as collateral to other counterparties by rehypothecation (re-pledging) procedure.

The particular study creates a basis for further investigation in the field of collateral management as a particular sphere of financial management. Finally, it is recommended to use the new definition as a basis to bring the laws and regulations of Ukraine to the standards of The European Market Infrastructure Regulation (EMIR) and The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) for the integration of Ukraine into the financial markets of the European Union.

Keywords: collateral, portfolio of securities, collateral portfolio, collateral management, financial management, credit, derivatives

JEL Classification: G11, G15, G21, G23, G32

Постановка проблеми. В економічній науковій галузі історично сформувалось, що термін «заставний портфель цінних паперів» має пряму конотацію з банківським сектором, що, водночас, невиправдано звужує сферу його практичного та наукового використання. Всупереч поширеній думці, заставний портфель цінних паперів є не лише об'єктом управління у сфері банківської справи, а й центральним об'єктом вивчення заставного менеджменту, як окремої сфери фінансового управління.

Заставний менеджмент, основною функцією якого є відповідальність за зменшення кредитного ризику при забезпечених фінансових операціях, набуває популярність ще з початку 1990-х, а її стандартизація, з оприлюдненням повної документації ISDA, почалася ще у 1994 році. У наші дні управління заставою охоплює багато складних та взаємопов'язаних функцій, включаючи арбітраж застави, транссторонне забезпечення заставою, аутсорсинг застави, операції репо, тристоронню чи багатосторонню заставу, кредитний ризик тощо [1, с. 98].

Через процеси поширення та ускладнення реалізації процесу заставного менеджменту як комплексного економічного, фінансового та юридичного процесу, «заставний портфель цінних паперів» як поняття потребує перегляду об'єкта фінансового управління з виокремленням його особливих властивостей.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед вітчизняних авторів тема застави у цінних паперах є доволі популярна, але саме процес управління заставою є маловивченим напрямом фінансового менеджменту. У попередній статті автор розглядає феномен заставного менеджменту як окремого напряму фінансового управління, його історичне формування та регуляцію [1].

Щодо проблематики цієї статті, то термін «заставний портфель цінних паперів» вже розглядали такі вчені як Тищенко А. [2], Радковська Н. та Мальникова Н. [3], Качанова Ю. та Буніч Г. [4], Вейсалова Х. [5], Надеждина Я. [6], Баширова С. та Бабина Н. [7]. Але кожен вітчизняний дослідник розглядав будь-яку заставу виключно з точки зору об'єкту банківської справи та/або кредитування.

Погляд на заставу як на об'єкт фінансового управління є більш поширеним на Заході, де є сформовані розвинуті фінансові ринки. Серед іноземних дослідників найбільш яскраві приклади дослідження та моделювання процесу управління портфелем застави надають канадські дослідники Гарсія та Генсаї [8] та колишній американський інвест-банк'єр, автор книги про заставний менеджмент Майкл Сіммонс [9].

Для написання статті також використовувалися дані офіційного сайту фінансової енциклопедії Investopedia [10] та офіційного сайту Європейського Центрального банку [11].

Видокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми. Через розрізненість джерел та відсутність опису заставного портфелю цінних паперів в широкому або конкретному для фінансового управління сенсі, його визначення повинно бути розглянуто цілісно, використовуючи досвід зарубіжних країн та ринкових практик.

На основі аналізу з системних позицій різних підходів до використання заставного портфелю цінних паперів у якості інструменту, нове визначення даного поняття сформовано шляхом використання методів узагальнення та порівняння поглядів різних авторів на визначення заставного портфелю цінних паперів. А також через систематизацію й стандартизацію отриманого практичного досвіду й знань у сфері заставного менеджменту як складової фінансового управління.

Метою дослідження є, на основі аналізу та узагальнення наукових підходів до визначення сутності поняття «заставний портфель цінних паперів», запропонувати власне розуміння сутності даного поняття як об'єкта фінансового управління та виокремлення й опис його особливих властивостей, що притаманні заставному портфелю цінних паперів як об'єкту фінансового управління.

Таке визначення сутності заставного портфелю цінних паперів розширює понятійний апарат дослідження, дозволяє продовжити науково-теоретичний опис та вивчення заставного менеджменту як окремого напряму фінансового менеджменту, що формує базис для формування методів управління заставним портфелем цінних паперів.

Практичне застосування дослідження полягає у створенні базису з метою приведення законів та норм України до стандартів Європейського регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) та Директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID) задля інтеграції України до фінансових ринків Європейського Союзу.

Основний матеріал. Сформовані розвинуті фінансові ринки сприяють знаходженню більш надійного і доступного фінансування. Це обумовлено тим, що якісне функціонування фінансової системи та можливості хеджування забезпечується наявністю та вільним доступом до комплексних фінансових інструментів, таких як деривативи, репо, або забезпечені кредити.

На жаль, з появою нового фінансового інструменту або підходу наукове співтовариство не встигає одразу зафіксувати його суть. Тому, в рамках статті запропоновано уточнене визначення «заставного портфелю цінних паперів», як такого, що є центральним об'єктом сфери заставного (колатерального) менеджменту.

Передусім, потрібно визначити наступні терміни: забезпечений кредит, застава та заставний менеджмент.

Забезпечений кредит — це інструмент фінансування з процесом хеджування, що зменшує дефолтні ризики, забезпечуючи кредитора заставою [10]. Так, якщо боржник не виконує взяті на себе зобов'язання, кредитор має право зберегти цінні папери, надані в якості забез-

печення, для компенсації понесеного фінансового збитку.

Застава — це майно (активи), пропонуване позичальником позикодавцеві, щоб гарантувати погашення боргу [10]. Або за термінологією Європейського центрального банку: «Застава — цінність, яку позикодавець може вилучити у позичальника, якщо він або вона не зможе повернути позику відповідно до узгоджених умов» [11].

Управління заставами (заставний менеджмент, від англ. collateral management) — це функція фінансового менеджменту, відповідальна за зменшення кредитного ризику при забезпечених фінансових операціях [1, с. 98]. До того ж, нею користуються не тільки комерційні й центральні банки, а й страхові компанії, пенсійні фонди та компанії з управління активами, де в якості застави використовуються акції, облігації та інші цінні папери.

Таким чином, сукупне забезпечення кредитів цінними паперами з різними контрагентами та у різних кредитних ролях (кредитор, боржник) формує «заставний портфель цінних паперів» у кожного з контрагентів.

Базуючись на роботі Тищенко А. [2, с. 119] надано п'ять поширених визначень «заставного портфеля» (табл. 1).

Таблиця 1

Визначення «заставного портфеля» в різних джерелах

Визначення	Джерело
Заставний портфель — це сукупність усіх видів застави, що забезпечують виконання зобов'язань за поданими банком кредитах і оформленими договорами застави	Радковська Н., Мельникова Н., 2011 [3]
Під заставним портфелем розуміється сукупність різних видів майна позичальника, прийнятих кредитором в заставу для забезпечення наданих кредитних ресурсів	Качанова Ю., Буніч Г., 2015 [4]
Заставний портфель комерційного банку включає в себе всі види застави, що забезпечують виконання боржником зобов'язань за виданими банком кредитах і оформленими договорами застави	Вейсалова Х., 2017 [5]
Вся сукупність заставних операцій банку становить заставний портфель	Надеждіна Я., 2016 [6]
Заставний портфель являє собою сукупність різних видів майна, прийнятих кредитором в заставу для забезпечення наданих кредитних ресурсів	Баширова С., Бабіна Н., 2012 [7]

Джерело: систематизовано автором за матеріалами [2-7]

Аналізуючи таблицю 1, дослідники Радковська Н., Мельникова Н., Вейсалова Х. та Надеждіна Я. визначають сутність заставного портфелю виключно з точки зору банківських операцій. З іншого боку, Качанова Ю., Буніч Г., Баширова С. та Бабіна Н. хоч і не звужують термін заставного портфелю до рівня банківської справи, але розглядають його лише як суто пасивну сторону кредиту. На жаль, ці визначення не дають повного розуміння сутності заставного портфелю як центрального об'єкта сфери активного колатерального менеджменту. Зважаючи на це, дефініція заставного портфелю потребує подальшого розкриття його аспектів, які висвітлені у іноземних наукових джерелах.

Наприклад, фінансова енциклопедія Investopedia визначає заставний портфель, як «сукупність прав на майно позичальника, які діють між приватними юридичними особами в рамках договірних відносин» [10], не звужуючи термін лише до банківської термінології або кредиту. Те ж саме визначає Європейський Центральний банк, коли називає такий портфель «сукупністю застав, які забезпечують зобов'язання, де контрагент отримує доступ до фінансових ресурсів у рамках поданого забезпечення, без укладання окремої угоди на кожен грошовий транш» [11]. Іншими словами, визначення Європейського Центрального банку щодо видачі кредиту та отримання забезпечення здійснюється в зворотному порядку, коли розмір кредитного фінансування напряму залежить від переданого заставного портфелю.

З іншого боку, економісти Гарсія А. і Генсало Р. розширюють термін «заставний портфель» як сукупність активів забезпеченого кредитування [8, с. 87]. Кажучи, що заставний портфель — це ті активи, надані боржником кредитору, сукупна вартість яких забезпечує відкриті кредитні позиції.

До того ж, використовуючи практичний досвід автора та прикладні матеріали Майкла Сіммонса [9, с. 4], досліджуване поняття слід переглянути через те, що кредитні відносини можуть мати двосторонню форму, коли кожна зі сторін виступає одночасно і боржником, і позичальником, а заставні цінні папери розміщуються один в одного або через зовнішнє управління заставним портфелем (від англ. *Tri-party* — третя сторона). При цьому кожен контрагент може мати необмежену кількість контрагентів. Так, у кожній із сторін формується власний заставний портфель цінних паперів.

З вище наведеного факту випливає особливість заставного портфелю цінних паперів — можлива регіпотекація його складових (від англ. *rehypothecation*). Регіпотекація — це процес використання кредитором отриманих в заставу активів для подальшої передачі їх в якості застави іншому кредитору. Задля аналогії, ця властивість заставного портфелю схожа з процесом перестраховування у страхових компаній.

Крім того, автор наполягає, що в рамках управління заставним портфелем, як склад, так і його розмір можуть змінюватися під впливом волатильності цін на фондовому ринку згідно правил укладеної двосторонньої угоди (від англ. *collateral legal agreement*), наприклад угодам ISDA, CSA, Regulatory CSA, GMRA тощо, або правил ринку й регуляторів EMIR, MiFID, UMR тощо [1, с. 96].

Таким чином, заставний портфель набуває властивостей динамічного портфеля, що з позиції заставного менеджера (від англ. *collateral manager*), як узагальнює Майкл Сіммонс [9, с. 4], виражається в щоденному коригуванні та балансуванні заставної вартості (початкової та варіаційної маржі) до її відповідної відкритої ринкової позиції у кожного з контрагентів, використовуючи наступні правила:

- частота маржинальних викликів (*Margin call frequency*);
- процент від вартості активу (*Haircut*);
- порогові значення для маржинального виклику (*Threshold*);
- мінімальний розмір для трансферу активів (*Minimum transfer amount*) тощо [9, с. 5].

Ці та інші особливості вимагають певного підходу для коректного вживання терміну «заставний портфель цінних паперів» в рамках заставного менеджменту.

Підсумовуючи вищезазначені властивості, у розрізі фінансового менеджменту та управління заставою, автор пропонує визначати термін «заставний портфель цінних паперів», як динамічний портфель, що є сукупністю прав на цінні папери позичальника, за виключенням переданих цінних паперів у забезпечення іншим контрагентам по регіпотекації.

Висновки. Визначення заставного портфелю слід розглядати не лише як об'єкт банківської справи, бо подібні визначення на дають повного розуміння сутності заставного портфелю як центрального об'єкта заставного менеджменту в напрямі фінансового управління.

Наступні характерні особливості вимагають включення у визначення терміну, задля повного розуміння сутності заставного портфелю у розрізі фінансового менеджменту та управління заставою:

- застава є не лише стороною угоди забезпеченого кредиту, але будь-якої угоди із забезпеченням;
- формування застави може бути не лише як наслідок кредитних відносин, а й як першопричина їх створення;
- заставний менеджмент є напрямом одночасного фінансового управління сукупністю застав різносторонніх угод з різними контрагентами;
- можливість регіпотекації складових заставного портфелю, а саме процес використання кредитором отриманих в заставу активів для подальшої передачі їх в якості застави іншому кредитору;
- динамічність, або активне фінансове управління заставним портфелем через коливання його сукупної вартості через волатильність цін на фондовому ринку.

За результатами дослідження визначена сутність поняття «заставного портфелю цінних паперів», що є центральним об'єктом заставного (колатерального) менеджменту, а саме: заставний портфель цінних паперів — це динамічний портфель, що є сукупністю прав на цінні папери позичальника, за виключенням переданих цінних паперів у забезпечення іншим контрагентам по регіпотекації.

Такий підхід до визначення заставного портфелю цінних паперів дозволяє продовжити науково-теоретичне дослідження заставного менеджменту як окремого напрямку фінансового менеджменту, що формує базис для формування методів управління заставним портфелем цінних паперів. Практичне використання нового визначення, з однієї сторони, розширює, а з іншої, локалізує сферу використання застави як в фінансовій, так і в юридичній площині через приведення законів та норм України до стандартів Європейського регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) та Директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID) задля інтеграції України до фінансових ринків Європейського Союзу [1].

Список літератури

1. Білоус К.І. Еволюція формування та регуляція заставного менеджменту як окремої сфери фінансового управління. Вісник ОНУ імені І.І. Мечникова. Серія: Економіка. 2020. Вип. 25. №3(82). С. 96–103.
2. Тищенко А.А. Современный аспект восприятия термина «залоговый портфель». Финансовый журнал. 2019. № 4. С. 116–129.
3. Радковська Н.П., Мельникова Н.А. Формування та управління заставним портфелем комерційного банку. Управління економічними системами. 2011. Т. 36. Вип. 12. 8 с.
4. Качанова Ю.В., Бунич Г.А. Направления повышения эффективности активных операций российских коммерческих банков. Ресурсам области - эффективное использование: сб. материалов межд. науч. конф., г. Королёв, 20 марта 2015 г. Королёв. С. 297–303.
5. Вейсалова Х.Ш. Анализ процесса формирования залогового портфеля коммерческого банка. Молодая наука: сб. материалов межд. науч. конф., г. Уфа, 31 янв. 2017 г. Уфа. С. 6–10.
6. Надеждина Ю.В. Совершенствование определения стоимости залогов в условиях развития системы оценки кредитных рисков российских банков : дис. ... канд. эк. наук: 08.00.10 / Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». Москва, 2016. 193 с.
7. Баширова С.В., Бабина Н.В. Оптимізація використання залогів при кредитуванні. Питання регіональної економіки. 2012. Т. 3, Вип. 12. С. 16–22.
8. García A., Gençay R. Collateral portfolios and adverse dependence. Financial System Review. 2007. Vol. 07, No. 25. P. 87–90.
9. Simmons M. Collateral management: a guide to mitigating counterparty risk (Wiley Finance) : Wiley, 2019. 752 p.
10. Collateral Definition. Офіційний сайт фінансової енциклопедії Investopedia: URL: <https://www.investopedia.com/terms/c/collateral.asp/> (Дата звернення 20.03.21).
11. Офіційний сайт Європейського Центрального банку (ECB): URL: <https://www.ecb.europa.eu/> (Дата звернення 20.03.21).

References

1. Bilous, K.I. (2020). Formation and Regulation of Collateral Management as a Particular Sphere of Financial Management. *Odessa National University Herald. Economy*, 25(82), 3, 96–103. DOI: <https://doi.org/10.32782/2304-0920/3-82-15>
2. Tischenko, A.A. (2019). Perception of the Term “Collateral Portfolio”: Modern Aspect. *Financial Journal*, 4, 116–129. DOI: <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2019-4-116-129>
3. Radkovskaya, N.P., & Melnikova, N.A. (2011). Formation and Management of Commercial Bank’s Collateral Portfolio. *Economic Systems Management: Electronic Scientific Journal*, 36(12), 8 [in Russian].
4. Kachanova, Y.V. & Bunich, G.A. (2015). Directions of Increase the Efficiency of Active Operations of Russian Commercial Banks. *Materialy mezhdunarodnoj nauchnoj konferencii [Materials of the International Scientific Conference], Resursam oblasti - jeffektivnoe ispol'zovanie [Resources of the Region-Efficient Use]*. Korolev: Academy of Finance and Technology, 297–303 [in Russian].
5. Veysalova, H.S. (2017). Analysis of the Process of the Collateral Portfolio Formation of a Commercial Bank. *Materialy mezhdunarodnoj nauchnoj konferencii [Materials of the International Scientific Conference]*, Molodaja nauka [Young Science]. Ufa: Infiniti, 6–10 [in Russian].
6. Nadezhkina, Y.V. (2016). Improving the Definition of the Value of Collateral in Terms of Development of System of an Assessment of the Credit Risk of Russian Banks (Ph.D. Thesis). *Finance, money circulation, and credit*. Moscow: Federal State Budgetary Establishment of Education “Financial University under the Government of the Russian Federation” [in Russian].
7. Bashirova, S.V., & Babina, N.V. (2012). Optimization of Use of Pledges When Crediting. *Questions of the Regional Economy*, 3(12), 16–22 [in Russian].
8. García, A. & Gençay, R. (2007). Collateral Portfolios and Adverse Dependence. *Financial System Review*, 07(25), 87–90.
9. Simmons, M. (2019). *Collateral Management: A Guide to Mitigating Counterparty Risk* (Wiley Finance) (1st ed.), Wiley, 752
10. Collateral Definition (2021). The official website of the financial encyclopedia Investopedia. Retrieved from <https://www.investopedia.com/>
11. European Central Bank (2021). The official website of the European Central Bank (ECB). Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/>