

УДК 336.7

Лацик Г.М.,  
к.е.н., викладач  
Тернопільський національний економічний університет

## АКТИВІЗАЦІЯ СВІТОВИХ ПРОЦЕСІВ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ

**Постановка проблеми.** Економічні процеси, що відбуваються в суспільстві, зумовлюють перманентне розширення й удосконалення фінансових інструментів, виникнення все-нових фінансових інновацій, модернізацію технологій управління й інвестування в контексті зменшення ризиковості фінансових операцій. Сек'юритизація активів, яка першочергово запроваджувалася з метою стимулювання розвитку будівельної галузі США, перетворилася на одне із найважливіших відкриттів ХХ ст. Практичне втілення механізмів сек'юритизації перетворило її на нову технологію фінансування.

Водночас необдумане і не належним чином контрольоване використання схем сек'юритизації іпотечних активів зумовило в 2007 р. кризу ринку іпотечних цінних паперів США та перетворення останньої у кризу світової фінансової системи. Відтак питання подальшого використання процесів сек'юритизації фінансових активів у посткризовий період залишається актуальним і потребує подальшого вивчення.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питаннями сек'юритизації займалися такі вітчизняні та зарубіжні вчені-економісти як: Х. Бер [4], Н. Версаль, В. Кирий [3], Л. ЛоПаки [7], К. Фрост [5], К. Чейнч [1], С. Шварц [6], О. Яблонська [2] та ін. Віддаючи належне існуючим дослідженням та не применшуючи їх вагомості, слід акцентувати увагу на пошуку можливих шляхів активізації процесу використання сек'юритизації фінансових активів з метою відновлення фінансової стабільності економічних систем держав.

**Постановка завдання.** Метою статті є дослідження світових тенденцій сек'юритизації фінансових активів у посткризовий період та визначення шляхів її розвитку в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Зростання попиту на застосування механізмів сек'юритизації і перетворення її в одну з найважливіших фінансових новацій спричинені необхідністю диверсифікації джерел фінансування, зменшення або нівелювання кредитних ризиків і підвищення ліквідності банківських та інших установ.

Перші її схеми, що ґрунтувалися на іпотечних кредитах, відбулися в 60-х роках ХХ ст., у результаті чого забезпечувалися: диверсифікація джерел залучення коштів та покращення структури кредитного портфеля; рефінансування іпотечних активів з метою видачі нових іпотечних кредитів; підвищення ліквідності кредитора; управління фінансовими ризиками; активізація ринку цінних паперів. Нині сек'юритизація являє собою "...таку сферу міжнародних фінансів, де в повній мірі виявляються креативні здібності та мистецтво управління всіх учасників. Знання про техніку сек'юритизації і структурування, особливо, коли йдеться про нові види активів, неможливо почерпнути із підручників" [1].

Найбільш ефективним є використання сек'юритизації задля кредитування авіаційної, енергетичної, транспортної, телекомунікаційної галузей економіки, а також експортно-орієнтованого виробництва, проектного фінансування, зовнішньої діяльності та діяльності щодо утилізації відходів. Її застосовують не лише банківські структури, а й інші установи та організації (табл. 1)

Таблиця 1

Суб'єкти процесу сек'юритизації активів [2]

№ з/п	Суб'єкти	Активи, що підлягають сек'юритизації
1.	Банківські установи	Комерційні кредити, портфелі довготермінових фінансових інструментів, іпотечні позики резидентам країни проживання
2.	Корпорації	Майбутні надходження від торгівельної діяльності, нерухомість
3.	Експортні агентства	Майбутні надходження від кредитів експортерам
4.	Фінансові структури	Надходження на рахунки кредитних карток клієнтів, платежі за забезпеченими і не забезпеченими позиками, кредити малому і середньому бізнесу, позики на придбання авто
5.	Страхові компанії	Майбутні страхові премії
6.	Телекомунікаційні компанії	Надходження за трансляції, рента за використання обладнання і плата за довготерміновими контрактами
7.	Нефтяні компанії	Майбутні надходження від експортерів нафтопродуктів
8.	Агентства нерухомості	Тайм-шери, лізингові надходження, комісія за обслуговування клієнтів
9.	Регіональні адміністрації	Податкові й інші бюджетні надходження
10.	Держава	Податкові та бюджетні надходження, валютні надходження від зовнішніх дебіторів

Водночас не всі активи можуть бути використанні для проведення сек'юритизації. Умовно властивості активів, необхідних для сек'юритизації, поділяють на дві групи – обов'язкові та бажані [3]. До першої групи відносять ті характеристики, без яких здійснення сек'юритизації активів у принципі є неможливим з врахуванням діючих правил регулювання та технічних труднощів: 1) прогнозованість грошового потоку, що генерується активами, можливість його вимірювання та моделювання; 2) наявність історичної інформації щодо активів; 3) юридичні аспекти уступки активів і технічні можливості їхнього виокремлення.

Щодо другої групи, то вона охоплює ті ознаки активів, за відсутності яких, з одного боку, не перешкоджається здійсненню сек'юритизації, проте з іншого – значною мірою ускладнюється реалізація угоди й істотно підвищується її вартість [4, 77–181]. Це зокрема: мінімально необхідний обсяг угоди; демографічна та географічна структура боргу; низька частота дефолтів, дострокового повернення й неплатежів; перевищення вхідного потоку платежів над вихідним потоком платежів; вилучення активів і можливості використання забезпечення; стандартизація й однорідність активів [3].

Враховуючи вищезазначене, відмітимо, що основною ціллю сек'юритизації фінансових активів є об'єднання в єдиний пул і списання з балансу установи (або не списання) фінансових активів, котрі дають право на отримання грошових платежів (основної суми і відсотків), із подальшим його рефінансуванням шляхом випуску цінних паперів. При цьому грошові платежі генерують виплати за випущеними цінними паперами. В результаті це дозволяє:

а) зменшити ризиковість цінних паперів, забезпечених фінансовими активами, що лежать в їх основі;

б) задовольнити потребу в необхідних фінансових ресурсах за рахунок залучення коштів під фінансові активи;

в) на думку американських вчених К. Фроста та С. Шварца, кредиторам SPV (установи, створеної задля викупу пулу фінансових активів і випуску на їх основі цінних паперів) без будь-яких втрат уникнути конкурсного виробництва оригінатора і пов'язаних з ним проблем, забезпечуючи реальне зниження витрат [5, 58; 6, 133].

Інший американський учений Л. ЛоПакі назвав сек'юритизацію активів "срібною кулею", котра вбиває відповідальність [7, 106]. Як вважає автор, її переваги залежать від надійності відокремлення сек'юритизованих активів від інших, тобто від можливості виникнення відповідальності у випадках банкрутства кредитора чи втрати ним фінансової стабільності.

Загалом у світовій практиці для сек'юритизації у більшості випадків використовували іпотечні кредити, які об'єднували в пули і на основі останніх здійснювався випуск двох типів фінансових інструментів – американських іпотечних цінних паперів (ABS, MBS, RMBS, CMBS тощо) і європейських облігацій, забезпечених іпотечними активами (Covered Bonds, Pfandbrief та ін.). Найбільш проблемними виявилися іпотечні цінні папери саме іпотечних житлових агентств США – MBS, які й стали дестабілізуючим фактором і каталізатором фінансової кризи 2007 року.

З метою всебічного сприяння і підтримки зазначених фінансових інструментів у США й Австралії, починаючи з 2010 р. розробляється спеціальна законодавча база, спрямована на: підвищення стандартів розкриття інформації стосовно якості кредитного портфеля; покращення процесу оцінки активів; посилення прозорості процесу видачі кредитів і їх стандартів. Крім того, у США, з одного боку, реалізовано спеціальну програму за участі Федеральної резервної системи із кредитування інвестицій у такі фінансові інструменти – TALF розміром 200 млрд. дол. США, а з іншого – розроблено план реформування системи іпотечного кредитування, який у перспективі спрямований на ліквідацію іпотечних агентств – "Фанні Мей" і "Фредді Мак". Передбачається, що це, в кінцевому підсумку, забезпечить зростання ставок за іпотечними кредитами та зменшить їх доступність для населення [8]. В кінцевому підсумку це послужило певному поштовху у розвитку ринку іпотечних цінних паперів країни і зміні його структури (табл. 2).

За даними табл. 2, ринок іпотечних цінних паперів США ґрунтувався переважно на агентських фінансових інструментах. Зокрема, у 2010 році із загального обсягу випуску іпотечних цінних паперів (1270,6 млрд. євро) вони склали майже 93 %. Водночас, починаючи із 2011 р., ситуація децю змінилася, оскільки агентські фінансові інструменти замінюються не агентськими та ABS. Тим не менше, за даними Американського форуму із сек'юритизації, зазначений сегмент фінансового ринку був найбільшим борговим ринком у світі (рис. 1).

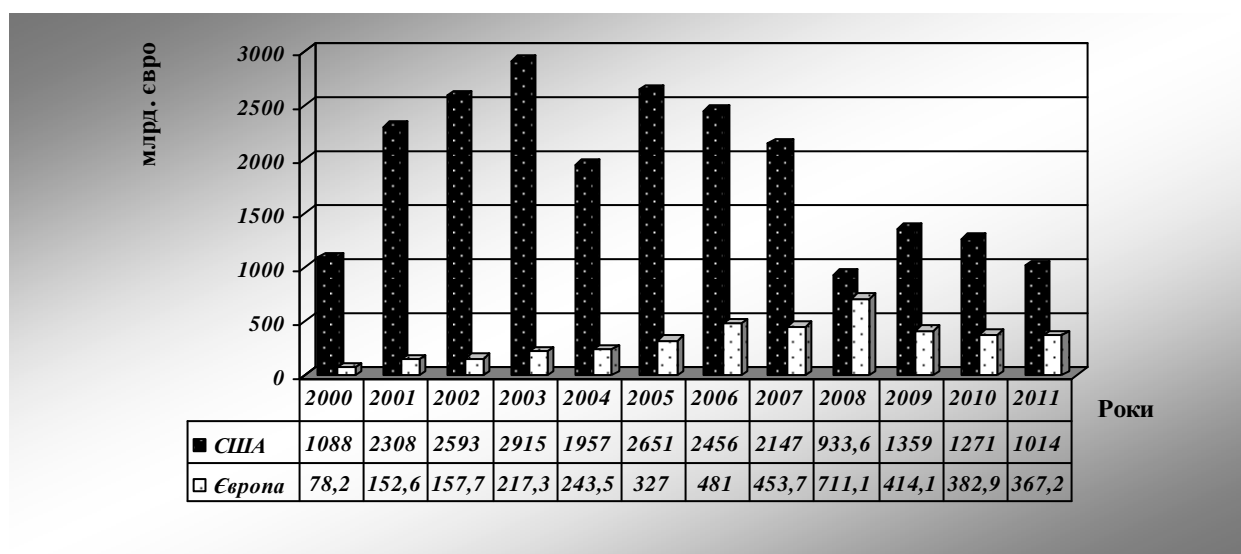
Як видно з рис. 1, ринок сек'юритизованих фінансових інструментів ефективно нарощував потенціал до 2007 року, а вже починаючи з 2008 року його обсяг скоротився більше, ніж удвічі з 2147,1 млрд. євро до 933,6 млрд. євро. Заходи уряду, зазначені вище, сприяли відновленню фінансових операцій на ньому та зростання обсягу до 1358,9 млрд. євро в 2009 році, тобто на 425,3 млрд. євро, проте надалі динаміка росту ринку іпотечних цінних паперів США є спадною, що свідчить про низьку активність інвесторів на ньому.

Таблиця 2

**Структура ринку іпотечних цінних паперів США  
(за видами цінних паперів), млрд. євро \***

Вид цінного папера	2010 рік					2011 рік				
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	Разом	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	Разом
ABS	25,0	23,1	19,3	15,2	82,6	21,3	25,8	19,9	23,5	90,6
CDO	0,4	0,9	0,1	1,2	2,6	1,2	2,3	2,6	1,6	7,7
Agency MBS	224,7	239,4	320,1	397,1	1181,3	250,9	166,1	200,9	272,6	890,5
Non-Agency CMBS	0	0,2	1,3	4,5	6,0	5,6	5,7	7,5	4,1	22,9
Non-Agency RMBS	0	0,3	0,5	3,3	4,1	0,5	0,2	0,8	0,5	2,1
	250,1	263,9	341,3	421,3	1270,6	278,3	200,1	231,8	302,3	1013,7

\* Побудовано автором на основі [9].



**Рис. 1. Динаміка випуску сек'юритизованих цінних паперів у США та Європі за 2000-2011 рр. \***

\* Розроблено автором на основі [9].

На відміну від американського, європейський уряд задля збереження ліквідності облігацій, забезпечених іпотекою, в ході фінансової кризи посилив вимоги до їх випуску і забезпечення. Зокрема, одним із таких заходів із відновлення діяльності на ринку і посилення відповідальності його учасників за якість випущених ними цінних паперів було рішення Європейського Союзу, відповідно до якого банки зобов'язувалися залишати у своїх портфелях не менше 5% кредитів, які підлягають сек'юритизації. Структуру ринку зобов'язань, забезпечених іпотечними активами подано у табл. 3.

Таблиця 3

**Структура європейського ринку цінних паперів, забезпечених іпотечними активами  
(за видами цінних паперів), млрд. євро \***

Вид цінного папера	2010 рік					2011 рік				
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	Разом	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	Разом
ABS	6,5	3,9	11,8	9,2	31,4	20,6	16,6	14,0	20,0	71,1
CDO	1,6	0,5	26,1	1,4	29,6	7,1	0,9	1,3	-	9,2
CMBS	1,7	1,5	0,7	2,1	6,1	1,5	0,7	-	0,1	2,3
RMBS	51,7	24,9	58,2	136,9	271,7	68,2	38,5	31,5	84,5	222,7
SME	13,4	1,3	12,2	12,7	39,7	15,7	10,4	7,0	26,4	59,6
WBS	0,6	-	2,5	1,4	4,5	1,6	-	-	0,6	2,2
	75,5	32,2	111,5	163,6	382,9	114,6	67,1	53,8	131,7	367,2

\* Побудовано автором на основі [9].

За даними табл. 3, у досліджуваному періоді попит на іпотечні цінні папери, забезпечені житловою (RMBS) та комерційною (CMBS) іпотеками дещо знизився, а випуски 2008-2009 рр. залишилися на балансах банків-оригінакторів.

Якщо ж прослідкувати загальні тенденції випуску у світі облігацій за видами забезпечення, то вони свідчать, що нині механізм сек'юритизації знову відіграє важливу роль у подоланні кризи ліквідності й відновленні фінансової стабільності, адже її основна ідея полягає у формуванні довгострокових ресурсів (рис. 2).

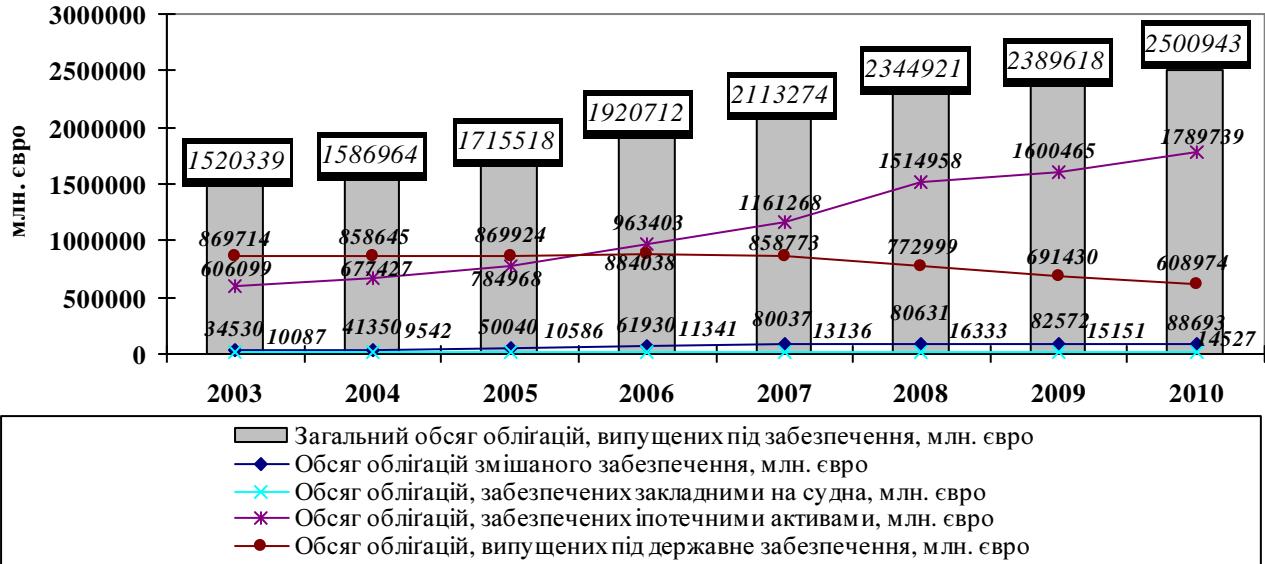


Рис. 2. Динаміка обсягу випущених у світі облігацій за видами забезпечення впродовж 2003–2010 рр.\*

\* Розроблено автором на основі [10].

Найбільші випуски таких цінних паперів у 2010 р. провели Франція (24 % загального обсягу), Німеччина (14 %), Іспанія (11 %) і Швеція (9 %) (рис. 3).

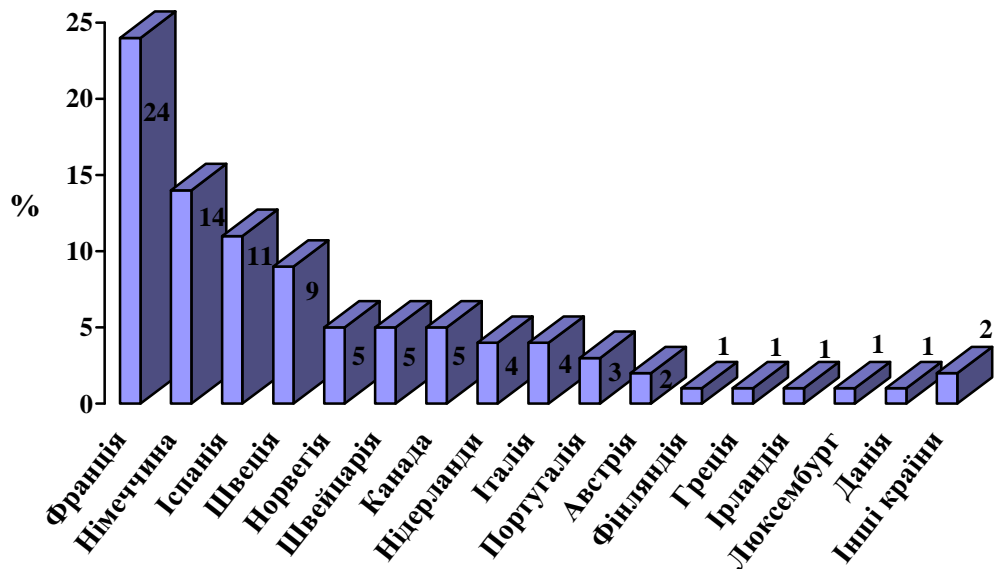


Рис. 3. Структура випуску Covered Bonds у світі у 2010 р.\*

\* Розроблено автором на основі [11].

Крім того, починаючи з 2011 р., в Канаді облігацій з іпотечним покриттям випущено на 5,5 млрд. дол. США, що складає більше чверті всього випуску у 2010 р. Натомість Резервний банк Нової Зеландії, навпаки, обмежив емісію Covered Bonds до 10 % балансу банківських установ, щоб зберегти контроль над ростом і уникнути витіснення зазначеним цінним папером альтернативних схем довготермінового інвестування.

Що ж до України, то найбільш вдалу транзакцію сек'юритизації здійснив Приватбанк, який у 2008 р.

залучив 134,1 млн. дол. США під ставку 1місячний LIBOR + 210 б.п. та 36,9 млн. дол. США під ставку 1місячний LIBOR + 375 б.п. Рейтинг Fitch за цими паперами склав "BBB-", що було вище рівня суверенного рейтингу України. Станом на I кв. 2010 р. середнє значення ставки 1м LIBOR становило близько 4-5 %, а суверенний рейтинг знаходився на рівні "B". При цьому, на думку Н. Версаль і В. Кирий, "...українські банківські установи мають достатньо високий потенціал для виходу на міжнародні ринки сек'юритизації. Активи, які знаходяться в їхньому розпорядженні мають достатньо високу якість і при незначному вдосконаленні певних аспектів функціонування можуть бути успішно сек'юритизовані" [3].

**Висновки з даного дослідження.** Підсумовуючи зазначене вище, відмітимо, що сек'юритизація є одним із новітніх способів залучення значних за обсягом довготермінових фінансових ресурсів, що в кінцевому результаті дає змогу відновити активність фінансових структур у здійсненні різноманітних фінансових операцій. Крім того, вона розширює спектр фінансових інструментів, які можуть використовуватися у процесі інвестування, задовольняючи потреби інституційних інвесторів.

За умови наявності в Україні належно розробленого нормативно-правового забезпечення, яке визначатиме та регулюватиме відносини між учасниками зазначеного процесу (позичальниками, кредиторами, емітентами цінних паперів, інвесторами тощо), відпрацьованого механізму його реалізації, адекватного контролю за усіма аспектами, можна очікувати позитивного ефекту від сек'юритизації фінансових активів як для кредитних установ, які мають у розпорядженні відповідні активи, так і для країни в цілому. Саме на це спрямовані дії урядів країн Європи, США та Азії.

### Література

1. Clifford Chance. Clifford Chance International Securitization Group. 1994.
2. Яблонская О. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России / О. Яблонская [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dissercat.com/content/sekyuritizatsiya-bankovskikh-ssud-v-rossiiskikh-kreditnykh-organizatsiyakh>. – Назва з екрану.
3. Версаль Н. Визначення придатності фінансових активів українських банків для проведення сек'юритизації / Н. Версаль, В. Кирий [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Fkd/2011\\_1/part1/7.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Fkd/2011_1/part1/7.pdf). – Назва з екрану.
4. Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. Бэр. – М. : Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
5. Барейша И. Секьюритизация: причины успеха / И. Барейша // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 4. – С. 57–61.
6. Schwartcz S. The Alchemy of Asset Securitization / S. Schwartcz // Stanford Journal of Law, Business & Finance. – 1994. – P. 133–154.
7. LoPucki L. The Death of Liability / L. LoPucki // The Yale Law Journal. – 1996. – № 1. – P. 106.
8. The Wall Street Journal, 20.02.2011.
9. Securities Industry and Financial Markets Association. AFME Securitization Report, 2011 Q4 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589938333>. – Назва з екрану.
10. ECB Covered Bond Statistics for 2003–2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecbc.hypo.org/Objects/9/Files/Total%20Covered%20Bonds%20Issuance%20and%20Outstanding%202003%20-%202010.pdf>. – Назва з екрану.
11. Moody's Credit Insight Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://v3.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS\\_SF221595](http://v3.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS_SF221595). – Назва з екрану.