

**СВІТОВІ ТА ВІТЧИЗНЯНІ ТЕНДЕНЦІЇ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ
АКТИВІВ ФІНАНСОВИХ ІНСТИТУТІВ**

Проаналізовано закордонний досвід проведення операцій сек'юритизації активів та визначено перспективи її впровадження в Україні.

Ключові слова: сек'юритизація активів, фінансовий ринок.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Останні роки на фінансовому ринку набули широкого поширення інноваційні послуги. Однією з найперспективніших фінансових технологій у сфері фінансування та управління ризиками є сек'юритизація активів. Перші кроки на шляху впровадження сек'юритизації активів були зроблені й в Україні, проте вітчизняні банки внаслідок відсутності нормативно-правової бази, відповідного інфраструктурного забезпечення та ефективних механізмів її проведення, змушені були виходити на міжнародні ринки капіталу та залучатись допомогою закордонних організацій.

Метою дослідження є аналіз закордонних тенденцій сек'юритизації активів та визначення перспектив її впровадження у вітчизняних умовах.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Перспективи та переваги використання механізмів сек'юритизації активів тривалий час не попадали у поле зору вітчизняних науковців. Серед наукових праць, у яких досліджуються загальні питання сек'юритизації активів, на основі традиційних схем, слід виокремити роботи таких зарубіжних та вітчизняних учених, як Х.П. Бер, Е.Девідсон, Вріз Роббе, Поль Алі, П.С. Роуз, Дж.Сінкі, Н.Б. Косарев, С.В. Мальцев, Ю.Е. Туктаров, О.В. Яблонська, З.М. Васильченко, В.А. Фурсова, О.М. Сохацька, Л.О. Примостка, М.В. Рябокінь та інші. Разом з тим запропоновані вітчизняними вченими рішення охоплюють тільки загальні питання сек'юритизації активів на основі традиційних схем за допомогою облігацій. Недостатньо уваги приділено також аналізу закордонного досвіду проведення операцій сек'юритизації активів.

Викладення основного матеріалу дослідження. Вперше термін "сек'юритизація" з'явився у Wall Street Journal в 1977 р. (США) і був "винайденим" Льюїсом Ранієрі (Lewis S. Ranieri), головою іпотечного департаменту Salomon Brothers, який запропонував використати цей термін репортеру Wall Street Journal Анн Монро (Ann Monroe) в статті, присвяченій опису андеррайтингу першого випуску цінних паперів, забезпечених заставою прав вимоги за іпотечними кредитами [9, С. 118].

Таким чином, історичною батьківщиною виникнення сек'юритизації активів стали Сполучені штати Америки. Поява сек'юритизації активів в США стала об'єктивною необхідністю ефективного функціонування фінансової системи країни внаслідок дії ряду структурних, правових та ринкових факторів, які зумовили регіональні диспропорції у розподілі фінансових ресурсів.

Основними причинами, що зумовили появу інструментів сек'юритизації в США в 80-х р. XX ст., стали законодавчі обмеження у діяльності фінансових посередників. Зокрема, важливу роль відіграли: Закон Гласса–Стігола, який чітко розділяв діяльність комерційних та інвестиційних банків, а також Закон Макфадена, який визначав, що кредитні та іпотечні операції місцевих комерційних банків та ощадних інститутів могли здійснюватись тільки на території тих штатів, де знаходились їх головні офіси. Таким чином, неоднакові темпи економічного розвитку різних штатів сприяли поглибленню регіональних диспропорцій у розподілі фінансових ресурсів, оскільки ті регіони, які відстали у розвитку, потребували додаткового фінансування, а економічно розвинені – мали у надлишку фінансові ресурси, проте внаслідок дії законодавчих обмежень не могли інвестувати їх у розвиток відсталих територій. Сек'юритизація активів шляхом передачі пулів іпотечних кредитів спеціально створеним фінансовим посередникам (на яких не діяли законодавчі обмеження) та випуск ними забезпечених боргових цінних паперів дозволив фінансовим інститутам економічно розвинених штатів інвестувати кошти у менш розвинені шляхом придбання таких цінних паперів.

Якщо проаналізувати історичний досвід становлення сек'юритизації активів в США, то його умовно можна розділити на три етапи:

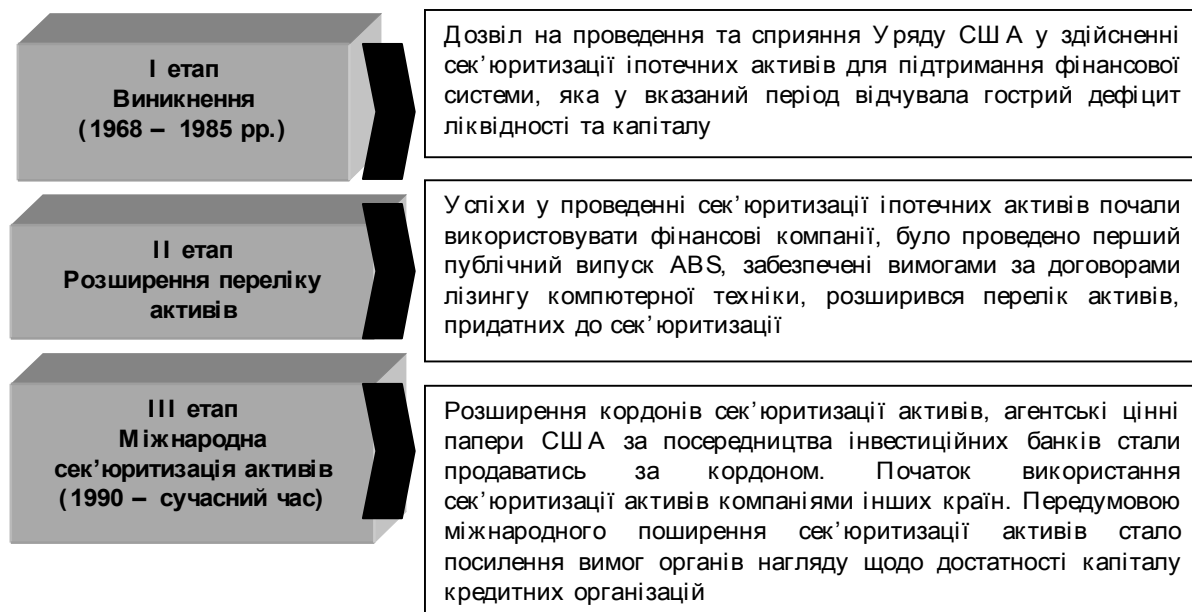


Рис. 1. Етапи розвитку ринку сек'юритизації активів в США*

* Складено за [7, С. 401–408]

Таки чином, розвиток сек'юритизації активів у США пройшов шлях від об'єктивної необхідності до ефективного джерела фінансування, управління капіталом та ризиками.

Дещо іншим шляхом розвивалась сек'юритизація активів у Європі. 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. Тому етапи розвитку ринку сек'юритизації в Європі характеризують дещо інші тенденції (рис. 2).

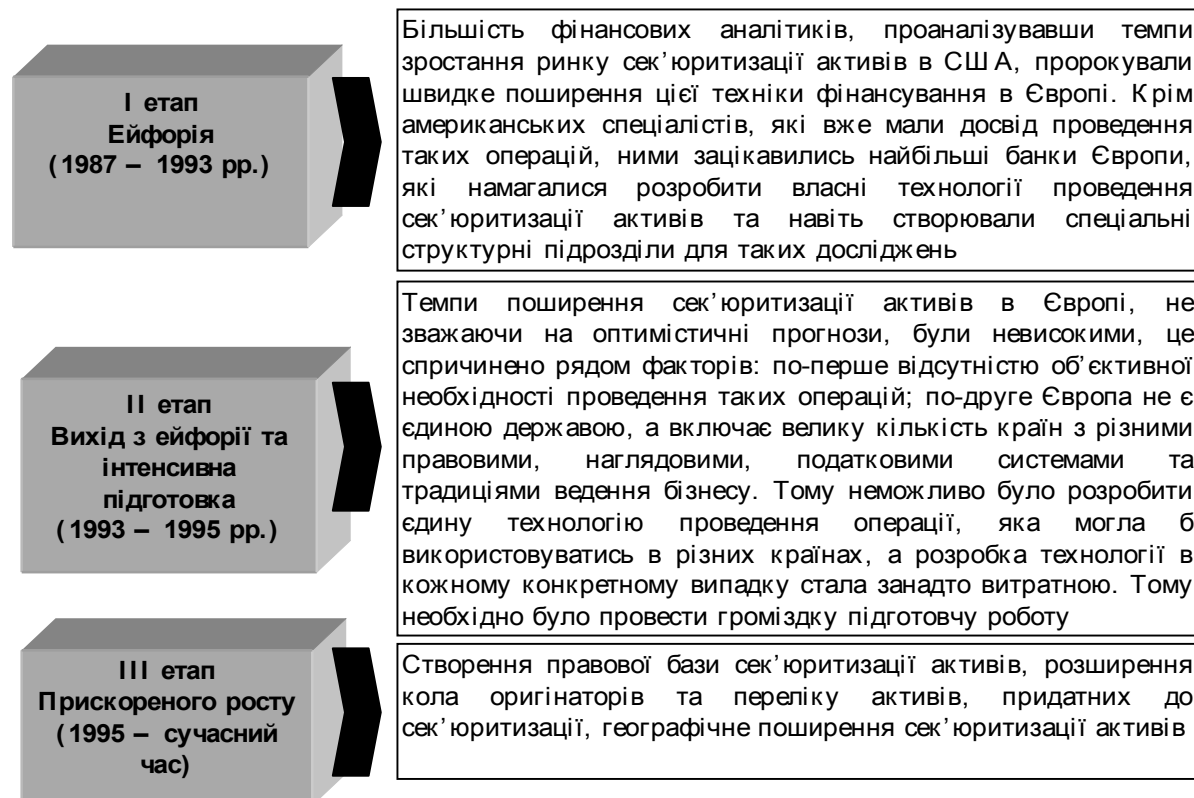


Рис. 2. Етапи розвитку ринку сек'юритизації активів в Європі*

* Складено за [7, С. 424–430]

Традиційно першим видом активів, які використовують в угодах сек'юритизації як в США, так і в Європі були іпотечні кредити. Такі активи характеризуються тривалим періодом кредитування, прогнозованими грошовими потоками, низьким рівнем ризику у порівнянні з іншими активами, а також забезпечені державною підтримкою іпотечного кредитування і житлового будівництва. Залежно від законодавчого врегулювання та об'єктивної необхідності виступати предметом сек'юритизації може актив з нижчими показниками якості, проте більшість країн, з точки зору предмету сек'юритизації, проходять такі етапи розвитку (рис. 3).

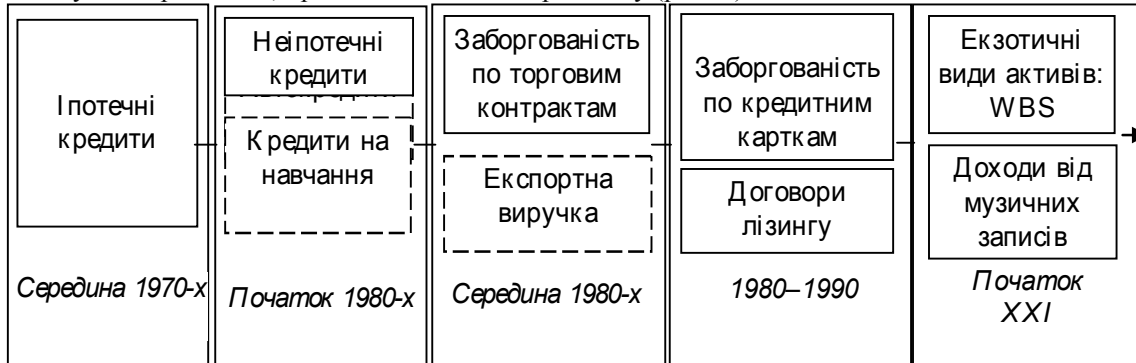


Рис. 3. Генезис предмету сек'юритизації [10, С. 87]

Сучасне тлумачення сек'юритизації активів визначає її як інноваційну техніку 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. В економічній літературі виділяють два основних її види, залежно від того, залишаються на балансі оригінатора сек'юритизовані активи чи ні.

Класичний вид сек'юритизації характеризується тим, що активи оригінатора продаються спеціально створеному для цих цілей посереднику (SPV) і повністю списуються з балансу. Такий фінансовий посередник купує активи за рахунок коштів, отриманих від емісії та розміщення забезпечених боргових цінних паперів серед інвесторів. В подальшому, оригінатор отримує платежі за сек'юритизованими активами та перенаправляє їх на виплату відсотків та погашення основної суми боргу інвесторам за борговими цінними паперами, випущеними SPV. При проведенні синтетичної сек'юритизації активи, як правило, залишаються на балансі компанії-оригінатора, але відбувається передача ризиків інвесторам за допомогою специфічних сек'юритизаційних цінних паперів, у банківській сфері можуть використовуватись кредитні дефолтові свопи, кредитні зв'язані ноти, іпотечні облігації тощо. Таким чином, відбувається процес перерозподілу ризиків за сек'юритизованими активами між оригінатором та інвестором.

Світовий досвід використання інструментів сек'юритизації свідчить про швидкі темпи їх поширення як у США, так і у Європі (табл. 1). Варто зазначити, що розвиток ринку сек'юритизації активів почався в США, тому обсяги випуску забезпечених цінних паперів в США протягом аналізованого періоду у 3–14 разів перевищували обсяги випуску у Європі.

Так, в Європі з 2000 по 2008 роки обсяг випущених забезпечених цінних паперів зріс на 632,9 млрд. євро, після чого почалось поступове скорочення обсягів випусків. У 2012 році обсяг випущених інструментів сек'юритизації ледве досягав рівня 2004 року і склав 238,1 млрд. євро. Такі тенденції на ринку сек'юритизації Європи, в першу чергу, пов'язані з нестабільністю американського ринку забезпечених цінних паперів.

Проте, якщо проаналізувати динаміку випуску забезпечених цінних паперів у США, то до 2007 року спостерігається поступове зростання ринку та незначні коливання у обсягах випусків (до 1 000 млрд. євро), проте протягом 2007 року відбулось різке падіння обсягів випуску таких інструментів у порівнянні з попередніми роками. Обсяги падіння ринку сек'юритизації активів у 2008 році у США склали 1 213,5 млрд. євро. Таке різке падіння ринку сек'юритизації передусім пов'язане з розвитком кризових явищ в економіці США.

Більшість аналітиків причинами фінансової кризи називають падіння іпотечного ринку США, зокрема, дефолти за цінними паперами, забезпеченими іпотечними активами. І саме з процесами сек'юритизації активів пов'язують розгортання фінансової кризи у світі. Проте, перш, ніж робити висновки, необхідно проаналізувати події, що відбулись у США у 2007–2008 р.

Таблиця 1

Випуск забезпечених цінних паперів у Європі та США (в млрд. євро) [4, С. 3; 5, С. 3]

Роки	Європа					США
	1-й квартал	2-й квартал	3-й квартал	4-й квартал	Загальна сума за рік	Загальна сума за рік

2000	14,1	16,4	21,4	26,3	78,2	1 088,0
2001	20,5	43,2	22,7	66,2	152,6	2 308,4
2002	24,3	42,6	35,7	55,1	157,7	2 592,7
2003	43,3	51,9	39,7	82,4	217,3	2 914,5
2004	55,8	59,0	53,2	75,5	243,5	1 956,6
2005	47,8	94,4	41,5	143,3	327,0	2 650,6
2006	69,0	114,3	112,8	184,9	481,0	2 455,8
2007	128,7	152,0	98,3	74,7	453,7	2 147,1
2008	40,0	169,5	134,1	367,6	711,1	933,6
2009	123,2	81,2	114,7	94,9	414,1	1 358,9
2010	75,5	32,2	111,5	160,6	379,9	1 276,7
2011	114,6	67,1	53,8	136,4	372,0	1 013,7
2012	59,3	67,7	60,1	51,1	238,1	1 551,5

Механізм функціонування іпотечного ринку у США дозволяв комерційним банкам залучати майже необмежені обсяги коштів для надання іпотечних кредитів, оскільки фінансування цих операцій відбувалося за рахунок інвесторів різних країн світу. Високі кредитні рейтинги американських банків та іпотечних облігацій, розвиток ринку похідних фінансових інструментів (наприклад, свопів кредитного дефолту) сприяли активному залученню коштів установами США [6, С. 186].

Американські банки надавали іпотечні кредити некредитоспроможним позичальникам, покладаючись, в основному, на вартість іпотечної застави та інструменти передачі ризиків за іпотечними кредитами (іпотечні облігації, кредитні деривативи, інші інструменти сек'юритизації активів).

Крім того, "практикувалась політика послаблення кредитних умов для позичальників: надання кредитів з відстроченням погашення основної частини боргу (interest only). Серед сек'юритизованих кредитів на придбання житла, які було надано у першому кварталі 2007 року, близько 33,7% кредитів були interest only" [6, С. 187]. Наслідками такої кредитної політики стало стрімке зростання обсягів виданих іпотечних кредитів та суттєве погіршення якості кредитних портфелів банків, наявність значної частки простроченої та безнадійної заборгованості. Погіршення якості кредитних портфелів банків супроводжувалося падінням цін на нерухомість, що, в свою чергу, зменшило вартість забезпечення, і в кінцевому результаті призводило до втрати банками частини власного капіталу. Втрати власного капіталу та погіршення якості активів призвели до падіння цін на акції банків. Такі тенденції спричинили паніку серед вкладників та потенційних інвесторів комерційних банків, які прагнули вилучити свої вкладення. Суттєвих втрат зазнали й інвестори в іпотечні цінні папери, які прийняли на себе кредитні ризики, а оскільки серед інвесторів були не тільки американські, а й закордонні фінансові інститути, кризові явища охопили й європейські та інші країни. Така ситуація негативно вплинула на довіру інвесторів до інструментів сек'юритизації, про що свідчать скорочення обсягів випуску забезпечених цінних паперів не тільки в США, а й в Європі: обсяги падіння ринку сек'юритизації активів у Європі у 2008 – 2009 роках склали більше 50% (297 млрд. євро).

Проте, на нашу думку, не варто причини фінансової кризи вбачати лише в появі та поширенні інструментів сек'юритизації активів, адже першочерговими причинами погіршення фінансового стану банківської системи США стала неналежна оцінка кредитоспроможності позичальників та послаблення умов кредитної політики. Погіршення якості кредитного портфеля американських банків у будь-якому випадку призвело б до погіршення їх фінансового стану, а використання інструментів сек'юритизації активів в даному випадку дозволило банкам уникнути ще більших втрат за рахунок передачі ризиків за активами низької якості іншим інвесторам. Досвід американської банківської системи свідчить про те, що сек'юритизацію активів не варто сприймати як панацею від усіх фінансових ризиків, тому не потрібно нехтувати традиційними методами оцінки та мінімізації кредитних ризиків.

У структурі випущених у Європі забезпечених цінних паперів протягом 2007–2012 років переважають RMBS (цінні папери, забезпечені житловими іпотеками), причому у 2007–2008 роках спостерігалась тенденція до збільшення обсягів їх випуску з 259,7 млрд. євро до 585,3 млрд. євро, а у 2009 році відбулось падіння обсягів випуску таких інструментів більш, як на 50% (табл. 2).

Проте, незважаючи на значне скорочення обсягів випуску RMBS, їх питома вага у структурі була найбільшою. Це пояснюється тим, що структури RMBS користуються найбільшою популярністю у інвесторів, адже вони є найменш ризиковими у порівнянні з іншими інструментами сек'юритизації активів. RMBS забезпечені виплатами за іпотечними кредитами, які, у свою чергу, забезпечені житловою нерухомістю. Позичальниками за такими іпотечними кредитами є фізичні особи, які відповідають за зобов'язаннями усім своїм майном (у випадку CMBS позичальниками є юридичні особи, які відповідають за зобов'язаннями тільки майном компанії та можуть бути визнані банкрутом) і у випадку належної оцінки кредитоспроможності таких позичальників інвестори в RMBS приймають мінімальні ризики.

Таблиця 2

Випуск забезпечених цінних паперів у Європі за видами забезпечення (в млрд. євро)
[2, С. 3; 3, С. 3; 4, С. 3; 5, С. 3]

Роки	Європа					
	2007 рік	2008 рік	2009 рік	2010 рік	2011 рік	2012 рік
1	2	3	4	5	6	7
ABS ¹	57,8	73,0	52,5	31,3	73,5	52,3
CDO	88,7	48,1	107,1	29,5	9,6	0,8
CMBS	47,6	4,9	15,5	6,1	2,3	18,4
RMBS	259,7	585,3	239,0	271,7	223,7	119,2
SME	-	-	-	36,9	60,6	45,2
WBS	-	-	-	4,5	2,2	2,1
Разом	453,8	711,3	414,1	380	372,0	238,1

У США в структурі емітованих інструментів сек'юритизації активів найбільш поширеними були агентські цінні папери, забезпечені іпотечними активами, їх питома вага у 2012 році 86 % (табл. 3). Agency MBS є найменш ризиковими серед забезпечених цінних паперів, які використовуються в США. Емітентами Agency MBS є державні агентства: Ginnie Mae (GNMA – Державна національна іпотечна асоціація), Fannie Mae (FNMA – Федеральна національна іпотечна асоціація), Freddie Mac (FHLMC – Федеральна житлова іпотечна корпорація), тому інвестори більш охоче вкладають кошти в такі інструменти.

Таблиця 3

Випуск забезпечених цінних паперів за видами забезпечення у США (в млрд. євро)
[2, С. 3; 3, С. 3; 4, С. 3; 5, С. 3]

Роки	ABS	CDO	Agency MBS	Non-Agency CMBS	Non-Agency RMBS	Разом
2007	371,4	352,0	857,9	166,6	399,2	2147,1
2008	88,7	40,1	779,0	8,4	17,4	933,6
2009	102,9	1,6	1231,0	1,2	22,2	1358,9
2010	82,6	2,7	1181,3	6,0	4,1	1276,7
2011	90,6	7,7	890,5	22,9	2,1	1 013,7
2012	154,6	32,7	1 333,4	27,6	3,2	1 551,5

Також в США поширені ABS-інструменти, забезпечення за якими є надходження за автокредитами, кредитними картками, кредитами на обладнання, студентськими позиками тощо (табл. 5). Серед ABS-структур протягом аналізованого періоду найбільшу питому вагу у структурі випущених інструментів займали цінні папери забезпечені надходженнями за автокредитами та кредитними картками. Більш детально структура видів забезпечень за інструментами сек'юритизації у США та Європі наведена у (таблицях 4, 5).

¹ Європейські ABS (Asset-backed securities) включають надходження за автокредитами, кредитними картками, лізингом, іншими кредитами, дебіторську заборгованість тощо.

Таблиця 4

Випуск забезпечених цінних паперів у США за інструментами та видами забезпечення
(в млн. дол.) [1, С. 3]

Роки	ABS						
	авто кредити	надходження за кредитними картками	кредити на обладнання	кредити, забезпечені житловою нерухомістю	кредити на будівництво житла	інші	студентські позики
1	2	3	4	5	6	7	8
2000	71026,9	57143,3	11464,9	75520,8	11277,3	36055,7	18562,0
2001	70175,9	68618,4	8499,6	112209,5	7149,9	44668,4	14883,9
2002	88764,3	70336,9	6419,5	150774,6	4619,5	25247,9	27739,9
2003	75988,4	66730,9	9451,4	229074,2	399,2	36905,2	42993,0
2004	66909,2	53742,3	8462,8	425029,1	368,9	48976,2	48042,8
2005	84945,7	67833,5	10442,8	460494,3	439,9	66119,6	63239,6
2006	81926,1	66899,0	8777,6	483913,1	200,6	45030,3	67129,2
2007	74103,8	99527,2	5768,9	216890,2	413,0	51658,3	61370,9
2008	36164,2	59059,5	3070,3	3815,7	307,8	8870,2	28204,0
2009	62748,0	46094,5	7655,1	2070,4		10249,5	22095,9
2010	57857,0	7433,3	7624,6	3506,9		13353,3	17719,1
Роки	CDO		MBS			Загальний підсумок	
	CDO	Агентські MBS&CMO	Не агентські CMBS	Не агентські RMBS			
1	9	10	11	12	13		
2000	46267,2	583339,7	43920,3	57760,6	1012338,7		
2001	48395,9	1465102,4	63677,5	149251,5	2052632,9		
2002	56335,6	2013372,9	49951,8	247638,5	2741201,4		
2003	60778,3	2764288,1	72265,1	350223,3	3709097,1		
2004	125784,1	1375249,3	93506,8	438354,8	2684426,3		
2005	186223,4	1346763,9	156742,0	740248,8	3183493,5		
2006	379874,0	1239705,0	183764,3	725641,1	3282860,3		
2007	300673,1	1471284,4	229203,1	536691,5	3047584,4		
2008	35838,8	1339193,3	12758,5	32360,0	1559642,4		
2009	14048,2	2051090,2	618,1	9219,4	2225952,3		
2010	6834,7	1914239,3	6209,3	12051,2	2046828,7		

Аналіз структури видів забезпечень за інструментами сек'юрітизації активів в США протягом 2000–2007 р. свідчить про те, що найбільші обсяги випуску серед інструментів ABS мали забезпечення у вигляді кредитів під житлову нерухомість. Обсяг їх випуску з 2000 по 2006 рік збільшився на 84 %: з 75520,8 млн. дол. – у 2000 р. до 483913,1 млн. грн. – у 2010 р. Починаючи з 2007 р. і до сьогодні обсяги випуску ABS, забезпечених кредитами під житлову нерухомість зменшувалися, і у 2010 році обсяг їх випуску склав 3506,9 млн. дол.. Таку ситуацію можна пояснити падінням іпотечного ринку в США у 2007-2008 р., коли різко впала вартість забезпечення іпотечних кредитів.

Більш стабільними були випуски ABS, забезпечених автокредитами, обсяги випуску яких протягом аналізованого періоду скоротилися на 19%: з 71026,9 млн. дол. – у 2000 р. до 57857,0 млн. дол. – у 2010 р.

Серед MBS інструментів переважали випуски агентських MBS&CMO, причому протягом аналізованого періоду їх обсяги зросли з 583339,7 млн. дол. – у 2000 році до 2051090,2 млн. дол. – у 2009 р., а 2010 р. відзначився зменшенням обсягів випуску до 1914239,3 млн. дол.

Якщо ж проаналізувати обсяги випусків забезпечених цінних паперів за інструментами та видами забезпечення у Європі, то серед ABS найбільш поширеними були інструменти, забезпечені споживчими кредитами, обсяг їх випуску у 2009 р. збільшився на 18052,1 млн. дол. у порівнянні з 2000 р. (табл. 5).

Таблиця 5

Випуск забезпечених цінних паперів у Європі за інструментами та видами забезпечення
(в млн. дол.) [1, С. 3]

Роки	ABS					CDO
	авто	споживчі	надходження за	лізингові	інші	CDO

	<i>кредити</i>	<i>кредити</i>	<i>кредитними картками</i>	<i>платежі</i>		
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>
2000	1909,2	2254,2	3711,9	520,1	2904,4	17227,7
2001	6077,0	6022,9	1948,4	3849,1	13559,5	40522,2
2002	11244,8	5882,1	6495,9	6849,1	12362,6	20857,0
2003	4680,4	12260,4	6983,2	2946,4	9209,6	24659,2
2004	9530,9	2490,4	6587,6	10971,3	18658,9	41242,1
2005	7956,3	3857,6	13535,4	8747,6	27831,7	51016,8
2006	14668,2	15963,8	3189,9	8566,7	32885,8	81004,3
2007	19259,2	11432,1	597,3	5572,2	11896,0	82677,0
2008	18886,1	35957,8	15824,0	18548,6	4957,1	125863,3
2009	19769,3	20306,3	795,4	11304,1	16325,0	53911,2
2010	18847,2	9649,2	7584,2	2459,3	2787,1	38802,0
<i>Роки</i>	<i>MBS</i>			<i>SME</i>	<i>WBS</i>	<i>Загальний підсумок</i>
	<i>CMBS</i>	<i>Змішані</i>	<i>RMBS</i>			
<i>1</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	<i>12</i>	<i>13</i>
2000	15720,3	-	39501,2	1451,8	1348,1	86548,8
2001	12021,0	2065,8	74845,2	14075,1	5401,4	180387,6
2002	17472,7	1018,7	91236,1	10809,6	10601,1	194809,1
2003	9944,0	1959,4	132379,9	10025,3	13039,3	228087,1
2004	15388,4	56,0	143099,5	14501,3	5314,4	267840,8
2005	41763,0	1540,2	181633,9	39452,6	5624,9	382960,2
2006	65002,5	2177,7	306371,8	31545,2	4983,6	566359,5
2007	59356,5	3535,8	503777,1	92261,2	7031,6	797396,2
2008	8674,8	7864,9	790743,2	67691,0	-	1095010,8
2009	18664,6	12237,0	295818,0	83711,8	1815,9	534658,6
2010	8019,9	841,4	367921,1	53090,9	5904,9	515907,3

У Європі, порівняно з США, значного поширення набули випуски ABS, забезпечених лізинговими платежами. У 2008 р. обсяг випуску таких інструментів був найбільшим і сягнув значення у 18548,6 млн. дол. Серед інструментів, забезпечених іпотеками у Європі у 2010 р., як і протягом всього аналізованого періоду переважали цінні папери, забезпечені житловими іпотеками (RMBS), обсяг випуску яких склав 367921,1 млн. дол. (98 % усіх випущених MBS)

Якщо ж проаналізувати обсяги випусків інструментів сек'юритизації за країнами (табл. 6.), то найбільш активними учасниками ринку сек'юритизації були представники США (обсяг випуску у 2012 р. – 1551,5 млрд. євро), Великобританії (обсяг випуску у 2010 р. – 1092,6 млрд. євро), Нідерландів (обсяг випуску у 2010 р. – 138,5 млрд. євро) та Італії (обсяг випуску у 2010 р. – 16 млрд. євро).

Таблиця 6

Випуск забезпечених цінних паперів за країнами (в млрд. євро)
[2, С. 4; 3, С. 4; 4, С. 4; 5, С. 4]

<i>Країни</i>	<i>2007 р.</i>	<i>2008 р.</i>	<i>2009 р.</i>	<i>2010 р.</i>	<i>2011 р.</i>	<i>2012 р.</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>
Бельгія	4,0	34,9	27,4	17,7	19,0	15,4
Фінляндія	-	7,5	-	-	-	-
Данія	0,5	-	-	1,5	-	-

Закінчення табл. 6

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>
Франція	3,9	14,2	6,9	2,9	16,4	14,9
Німеччина	18,5	50,1	26,5	13,4	12,9	10,0
Греція	5,3	12,7	22,5	1,0	6,4	2,0
Ісландія	-	0,2	-	-	-	-
Ірландія	10,4	40,7	13,9	6,6	-	1,2
Італія	26,4	82,2	67,9	16,0	48,1	58,1

Нідерланди	40,8	72,6	43,8	138,5	85,6	48,7
Португалія	10,8	14,8	12,9	14,9	9,9	1,4
Росія	1,1	0,9	-	-	-	-
Іспанія	61,1	80,7	62,4	54,4	61,7	18,6
Швейцарія	0,7	-	-	-	-	-
Великобританія	172,6	271,9	88,4	1092,6	99,5	63,9
Україна	0,1	0,1	-	-	-	-
Міжнародна	96,2	27,8	41,6	2,2	6,0	0,5
Підсумок по Європі	453,7	711,3	414,1	374,1	372,0	238,1
Підсумок по США	2 147,1	933,6	1 358,9	1 276,7	1 013,7	1 551,5

Перші кроки у використанні інструментів сек'юритизації активів зробили також Росія (обсяг випуску у 2007 р. – 1,1 млрд. євро) та Україна (обсяг випуску у 2007 р. – 0,1 млрд. євро). В Росії обсяги випусків забезпечених цінних паперів більші, проте проблеми на шляху використання інструментів сек'юритизації активів і Росії, і в Україні, у першу чергу, пов'язані з відсутністю нормативно-правової бази для здійснення таких операцій.

Проаналізуємо особливості сек'юритизації активів у різних країнах. Особливості американської моделі сек'юритизації полягають у тому, що на ринку сек'юритизації найбільшу питому вагу займають агентські цінні папери, забезпечені іпотеками, їх частка у загальному обсязі випущених у 2010 р. інструментів сек'юритизації складає 93 % [4].

Агентськими такі цінні папери називають тому, що вони випущені в США державними, або зарученими підтримкою держави агентствами, такими, як:

- Ginnie Mae (GNMA – Державна національна іпотечна асоціація);
- Fannie Mae (FNMA – Федеральна національна іпотечна асоціація);
- Freddie Mac (FHLMC – Федеральна житлова іпотечна корпорація).

Перш за все вказані організації були засновані з метою стимулювання розвитку іпотечного ринку. Fannie Mae та Freddie Mac мають схожу організацію та користуються однаковими федеральними привілеями. Обидві організації до кризи були приватними акціонерними корпораціями, чіми акціями до 2010 року торгувала Нью-Йоркська біржа.

В Італії переважає класичний тип сек'юритизації активів, який врегульований спеціальним законодавством. Спеціальний закон дозволяє проведення сек'юритизації прав вимог через спеціально створених фінансових посередників (SPV) з низькою капіталізацією, зареєстрованих в Італії.

SPV контролюються Банком Італії та зобов'язані надавати йому певну інформацію щодо проведених угод сек'юритизації активів. Обсяг кредитних ресурсів, залучений італійською компанією не може перевищувати її номінальний капітал. Крім того, проценти, що сплачуються держателям цінних паперів, забезпечених активами, які не є резидентами Італії, звільнюються від податку на прибуток [12, С. 45].

В Іспанії сек'юритизація активів проводиться на основі фондів сек'юритизації, які не мають статусу юридичної особи, а представлені відособленим майном.

До активів фонду відносять фінансові активи та інші права, пасиви фонду складають боргові цінні папери та позики, надані фонду кредитними організаціями. Не менш, як 50 % фінансових ресурсів фонду сек'юритизації, повинні бути сформовані за рахунок емісії боргових інструментів. Фонди сек'юритизації в Іспанії поділяються на закриті (активи та пасиви яких не можуть бути змінені, за виключенням певних ситуацій) та відкриті фонди (через які можлива сек'юритизація поновлюваних (револьверних) активів). Нагляд за діяльністю таких фондів здійснює Комісія з цінних паперів, яка може вимагати проведення аудиторської перевірки фондів сек'юритизації чи їх активів. Крім того, для фондів сек'юритизації існують загальні вимоги щодо отримання рейтингу [7, с. 529].

На основі інвестиційних фондів проводиться сек'юритизація активів і у Франції. Основною причиною її виникнення стало прагнення кредитних організацій адаптуватись до вимог Базеля відносно допустимого рівня капіталу та кредитних ризиків.

Сек'юритизація прав вимог згідно французького законодавства здійснюється через "Fonds communs de CRÉANCES" (FCCs) без створення юридичної особи. FCC створюється за ініціативою управляючої компанії та депозитарію, які розробляють регламент фонду та визначають напрями його діяльності. FCC можуть купувати права вимог у різних оригінальних, які не обов'язково є фінансовими інститутами. Об'єктами сек'юритизації можуть бути майбутні права вимог, а також безнадійна дебіторська заборгованість, проте існують обмеження щодо кола інвесторів, які можуть інвестувати в такі активи.

У 2003–2004 рр. до законодавства Франції з питань сек'юритизації активів були внесені зміни, які розширили можливості FCC:

- 1) FCC може емітувати боргові цінні папери;
- 2) можливість проведення синтетичної сек'юритизації за допомогою похідних фінансових інструментів;
- 3) FCC може розміщувати вільні грошові кошти в активах, відмінних від прав вимоги;

4) встановлений режим спеціального банківського рахунку, на який надходить виручка від сек'юритизованих прав вимоги і який не може бути об'єктом стягнення для кредиторів боржника [13, С. 571].

У Португалії, відповідно до законодавства, з метою сек'юритизації активів можуть створюватись два види SPV, а саме фонди сек'юритизації (Fundos de Titularizaçao – FTCs) та компанії сек'юритизації (Sociedades de Titularizaçao – STCs), які мають виключне право на придбання прав вимог та випуск цінних паперів.

FTCs – це колективні інвестиційні фонди; вони можуть бути фондами відкритого або закритого типу. Управління такими фондами можуть здійснювати тільки товариства з обмеженою відповідальністю, зареєстровані в Португалії, до яких висувається ряд регулятивних вимог. STC створюється у вигляді товариства з обмеженою відповідальністю, до якого встановлюються вимоги щодо мінімального розміру капіталу та забороняється здійснювати іншу діяльність крім сек'юритизації [12, С. 45].

Законодавством Португалії дозволяється проводити сек'юритизацію державні та державним організаціям, предметом якої можуть виступати податкові надходження, надходження до соціальних фондів та судові стягнення на користь держави. Також допускається використання для сек'юритизації простроченої дебіторської заборгованості, умовних чи суперечливих прав та прав по відношенню яких ведеться судове оскарження, а також активів, які не відносяться до дебіторської заборгованості (облігацій).

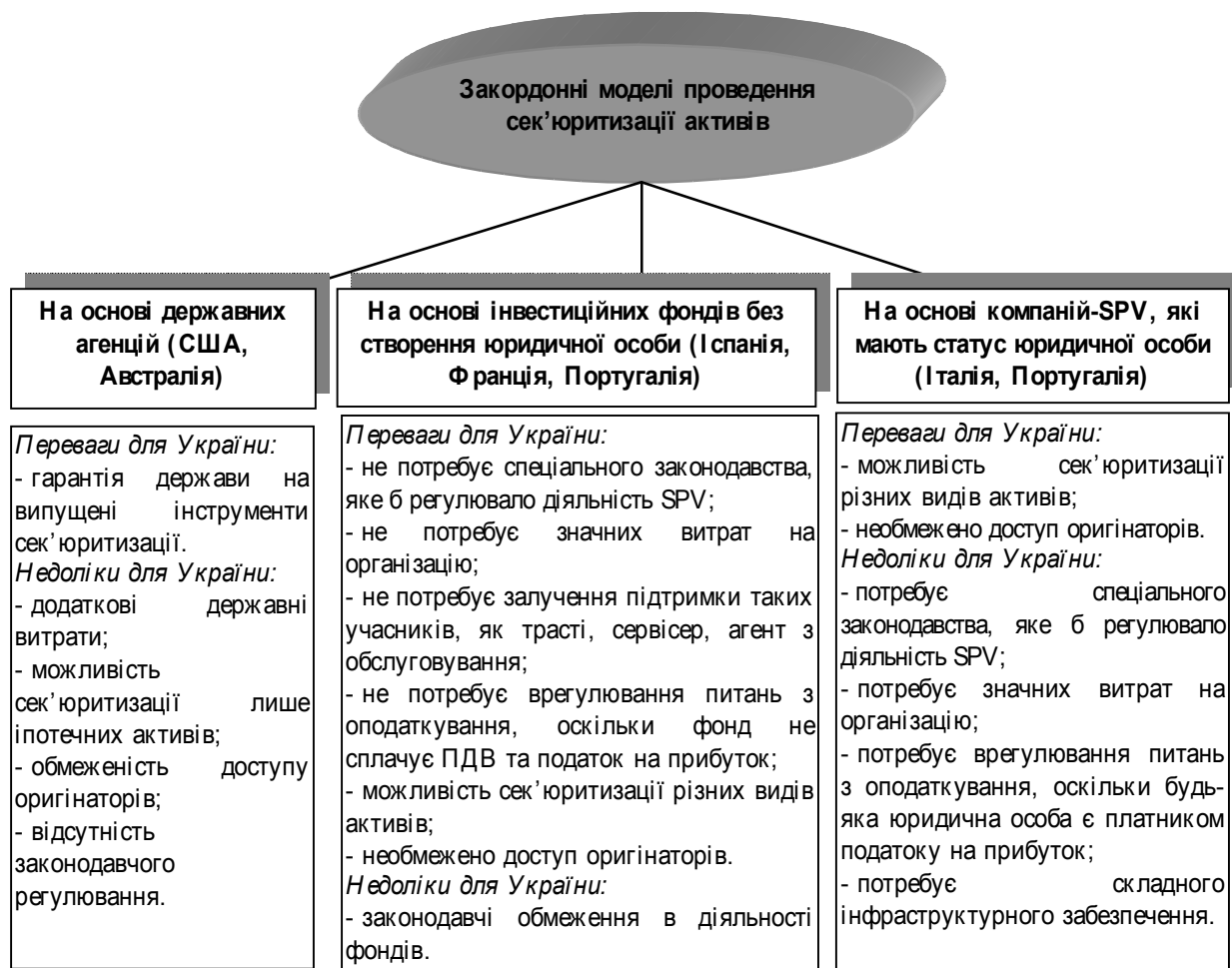
Аналіз законодавчої бази та особливостей проведення сек'юритизації активів в США та деяких європейських країн, які характеризуються найбільшими обсягами випусків інструментів сек'юритизації, дозволив виділити три переважаючі моделі проведення сек'юритизації активів (рис. 4). Моделі класичної сек'юритизації активів передбачають:

- проведення сек'юритизації активів державними агентствами (досвід США, Австралії);
- проведення сек'юритизації компаніями – SPV, які мають статус юридичної особи, а їх діяльність регулюється спеціалізованими законодавчими актами щодо питань сек'юритизації активів (досвід Італії, Португалії, Великобританії);
- проведення сек'юритизації активів на основі інвестиційних фондів без створення юридичної особи (досвід Франції, Іспанії, Португалії).

Аналіз переваг та недоліків, а також можливостей адаптації кожної з моделей до вітчизняних умов показав, 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 розробки спеціального законодавства, яке б регулювало діяльність SPV, розвинутої інфраструктури ринку сек'юритизації, потребує менше витрат на організацію та проведення операції.

В Україні ж операції сек'юритизації активів фінансові інститути почали здійснювати у 2007 р., причому, відсутність законодавчої бази та відповідних інструментів змусила вітчизняні банки виходити на міжнародні ринки капіталу та залучати послуги іноземних спеціальних фінансових посередників.

В Україні вперше забезпечені цінні папери були випущені у 2007 р. Приватбанком. Сек'юритизація активів КБ “ПриватБанк” має такі характеристики: КБ “ПриватБанк” сформував пул іпотечних кредитів та уклав угоду з емітентом облігацій про продаж права вимоги за ними на суму близько \$185 млн. (тобто банк є оригінатором). Сек'юритизовано було близько 10 тис. іпотечних кредитів, виданих у доларах США фізичним особам у Дніпропетровській, Київській, Закарпатській, Харківській, Донецькій та інших областях. Емітентом облігацій, забезпечених житловою іпотекою, є SPV, створена відповідно до законодавства Об'єднаного Королівства Велика Британія та Уельс під назвою “Ukrainian mortgage loan finance No.1 Plc”. Вказаний емітент призначив юридичну особу, розташовану в Об'єднаному Королівстві Велика Британія та Уельс, яка представляє інтереси власників облігацій, так званий траст, тобто є їх довіреною особою. Визначено також банк, який на підставі відповідної тристоронньої угоди між емітентом, трастом та самим банком обслуговує рахунки емітента і страхову компанію, яка здійснює страхування певних ризиків, у тому числі політичних. Після продажу облігацій позичальники за іпотечними кредитами періодично сплачують відсотки за користування кредитом та основну суму боргу, а вказані кошти використовуються для виплат власникам облігацій [8].



*Рис. 4. Закордонні моделі сек'юритизації активів та переваги і недоліки їх використання в Україні**

*авторське узагальнення

А у травні 2008 р. Приватбанк провів розміщення на міжнародному ринку облігацій, забезпечених портфелем автокредитів. Організатором угоди виступив банк UBS. Перший транш обсягом 85,8 млн. дол. США був проданий із прибутковістю 8,22 %, 550 базових пунктів (б.п.) до 3 місячного LIBOR, другий – на 18,7 млн. дол. США з прибутковістю в 750 б.п. Перша серія облігацій ПриватБанку має рейтинги агентств Fitch BVB- і Moody's Baa3 (що на три рівні перевищують рейтинг країни), за другою серією привласнені рейтинги B (Fitch) та Ba3 (Moody's). Для згладжування трансферного ризику і ризику конвертації, процентні виплати за облігаціями першої серії за 18 місяців покриваються за рахунок резерву коштів і полісу страхування політичного ризику, виданого Steadfast (дочірньою компанією Zurich Insurance Company, рейтинг фінансової стійкості A+) [11].

Висновки. Зважаючи на світові тенденції розвитку ринку сек'юритизації, можна прогнозувати, що забезпечені цінні папери, пройшовши стадію "ейфорії", мають значні перспективи для розвитку. Сьогодні експерти мають можливість оцінити всі помилки, яких допускали комерційні банки в США при емісії інструментів сек'юритизації, а також вжити заходів щодо підвищення їх якості та надійності.

Як ефективна техніка фінансування та мінімізації ризиків сек'юритизація активів має значні перспективи розвитку й в Україні. Наведені приклади здійснених операцій сек'юритизації активів показують, що у вітчизняних фінансових інститутів є активи належної якості, а цінні папери, забезпечені такими активами, мають попит серед інвесторів на міжнародних ринках. Тому впровадження у вітчизняну практику механізму сек'юритизації активів дозволить не тільки розширити структуру джерел фінансування вітчизняних суб'єктів господарювання, а й мінімізувати частину ризиків, пов'язаних з активами, які вони утримують. Крім того, інструменти, які емітуються у ході операцій сек'юритизації активів, є ефективним напрямом інвестування коштів для інституційних інвесторів, оскільки вони характеризуються високою доходністю та мінімальними ризиками у порівнянні з традиційними інструментами ринку цінних паперів. Тому подальші дослідження мають бути направлені на розробку методик сек'юритизації активів у вітчизняних умовах, яка дозволить проводити такі операції в Україні, зважаючи на особливості чинного законодавства та тенденції розвитку вітчизняного фінансового ринку.

Список використаної літератури:

1. Global Securitization Report 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589934715>.
2. Securitisation Data Report Q4:2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.afme.eu/document.aspx?id=2862>.
3. Securitisation Data Report Q4:2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.afme.eu/document.aspx?id=3682>.
4. Securitisation Data Report Q4:2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4864>.
5. Securitisation Data Report Q4:2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589942759>.
6. *Базилюк А.В.* Фінансова криза у США: економічна закономірність, цілеспрямована акція чи похибки в управлінні кредитним портфелем / *А.В. Базилюк, І.М. Дугін* // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 8(98). – С. 184–192.
7. *Бэр Х.П.* Секьюритизация активов / *Х.П. Бэр*. – М. : Волтерс Клувер, 2006. – 586 с.
8. Деякі питання сек'юритизації активів // Газета Цінні папери України. – 2007. – № 48 (491) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=491&pub=3322.
9. *Кишакевич Б.Ю.* Управління кредитним ризиком через сек'юритизацію активів банку / *Б.Ю. Кишакевич* // Економічний простір. – 2008. – № 11. – С. 117–125.
10. *Новак О.С.* Управління ризиками сек'юритизації інвестиційних фондів / *О.С. Новак, О.М. Петрук* // Фаховий журнал “Облік і фінанси АПК”. – 2012. – № 2. – С. 86–90.
11. Офіційний сайт Приватбанку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://privatbank.ua>.
12. Секьюритизация в России: пути развития рынка и снижения стоимости заимствований [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsBy Title/SM-SecuritizationRussia-Rus/\\$FILE/SM-SecuritizationRussia-Rus.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsBy Title/SM-SecuritizationRussia-Rus/$FILE/SM-SecuritizationRussia-Rus.pdf).
13. Фінансовий інжиніринг : навч. посіб. / *О.М. Сохацька, Л.В. Гаврилюк-Єнсен, В.М. Олейко та ін.* ; за ред. *О.М. Сохацької*. – К. : Кондор, 2011. – 659 с.

НОВАК Оксана Сергіївна – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету.

Наукові інтереси:

– теоретичні та методичні аспекти сек'юритизації активів фінансових інститутів.

Стаття надійшла до редакції 15.05.2013