

УДК 336. 763

Рябокін М. В.,*старший викладач кафедри фінансових ринків та фінансових послуг Національного університету державної податкової служби України*

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ СВІТОВОГО РИНКУ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЙОГО РОЗВИТКУ

У статті проаналізований сучасний стан світового ринку сек'юритизації фінансових активів. Також визначено перспективи його подальшого розвитку в країнах світу та в Україні.

Ключові слова: сек'юритизація; ринок; оригінатор; активи; пул; рейтингове агентство; цінні папери, забезпечені активами.

В статье проанализировано современное состояние рынка секьюритизации финансовых активов. Также определены перспективы его дальнейшего развития в странах мира и в Украине.

Ключевые слова: секьюритизация, рынок; оригинатор, активы; пул; рейтинговое агентство; ценные бумаги, обеспеченные активами.

In the article there is analysed condition of a modern world market of securitization of financial assets. Also there is determination of prospects of its subsequent development in the countries of the world and in Ukraine.

Key words: securitization, market, originator; asset, pool, rating agency; securities, provided with assets.

Постановка проблеми. Останні десятиліття стали періодом появи і швидкого впровадження в світову економічну практику різноманітних фінансових нововведень. З їх допомогою фінансові установи змогли запропонувати своїм клієнтам нові продукти, підвищити стандарти обслуговування, зменшити ризики.

Найважливішою інновацією другої половини ХХ ст., що створила найбільший і значущий сегмент світового ринку капіталу, є сек'юритизація фінансових активів. З'явившись в 1970 році в США як спосіб підвищення ліквідності вторинного ринку заставних, на теперішній час сек'юритизація перетворилася на високоефективний фінансовий інструмент, що дозволяє кредитним установам всього світу не тільки здійснювати рефінансування виданих позик, але і активно управляти кредитним ризиком.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питанням сек'юритизації активів присвячено велику кількість праць всесвітньо відомих зарубіжних науковців та практиків, а саме: Х.П.Бера [4], Е.Девідсона [7], Е.Сандерса

[7], Ю.Туктарова [9], В.Бакланової [2-3], А.Штуппніга [10], М.Вольфа [10], Н.Сало [10], Е.Джантуханової [8] та інших. В Україні сек'юритизація активів як предмет дослідження є у незначній кількості авторів, серед них: О.Геєць [6], О.Бажанов [1], М.Бурмака [5], Н.Шелудько [11].

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є аналіз сучасного стану світового ринку сек'юритизації фінансових активів та визначення подальших перспектив його розвитку.

Виклад основного матеріалу. Сек'юритизація активів є однією з найбільш значимих фінансових інновацій ХХ століття. Виникнувши в кінці 70-х років, цей інструмент захопив один з провідних секторів ринку капіталу з оборотом в мільярди доларів.

Проте, криза іпотечних цінних паперів 2007 року в США, яка переросла в світову фінансову кризу, призвела до катастрофічного зниження попиту на сек'юритизаційні цінні папери.

Аналіз випуску цінних паперів, забезпечених активами по країнам та регіонам (табл.1) свідчить про те, що, починаючи з 2003 року в цілому їх обсяги постійно зростали до 2007 року.

Таблиця 1

Випуск цінних паперів, забезпечених активами по країнам та регіонам (в мільярдах доларів США)[2]

Країна (регіон)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
США	3671,3	2648,8	3138,8	3240,9	2951,7	1520,9
Австралія	71,3	76,1	76,7	90,9	68,1	16,3
Японія	32,8	50,9	80,8	83,4	76,4	58,0
Канада	16,6	17,5	24,5	28,9	45,2	78,8
Великобританія	85,7	130,5	157,4	241,6	236,7	400,4
Іспанія	43,6	40,7	50,4	55,4	83,8	118,8
Нідерланди	23,7	22,7	48,8	35,8	55,9	106,9
Італія	38,3	42,8	40,5	37,9	36,1	121,0
Німеччина	8,5	10,1	19,3	47,4	25,5	73,8
Ірландія	3,8	3,1	0,6	13,3	14,3	59,9
Бельгія	3,0	2,5	0,6	2,9	5,6	51,4
Франція	8,9	9,8	9,3	9,5	5,3	20,9
Португалія	11,8	9,7	9,5	7,3	14,8	21,8
Інші країни Європи	20,2	31,4	70,6	153,2	144,0	72,4
Всього в країнах Європи	247,5	303,2	407,1	604,3	622,0	1047,3
Південна Корея	33,5	23,6	27,9	24,3	21,3	18,7
Інші країни Азії	1,0	7,0	4,0	6,0	2,5	19,0
Латинська Америка	10,8	10,8	14,0	19,9	19,5	17,7
Інші країни	50,1	50,2	63,1	77,0	63,3	55,4
Всього в країнах світу	4087,1	3142,3	3782,4	4112,0	3816,7	2776,8

Для того, щоб відновити довіру інвесторів до ринку сек'юритизації, в грудні 2008 року лідируючі саморегульовані організації оголосили про спільний проект, який був націлений на розробку рекомендацій по покращенню функціонування ринку. В проекті прийняли участь Асоціація учасників індустрії цінних паперів та фінансових ринків (Securities Industry and Financial Markets Association – SIFMA), Американський форум по сек'юритизації (American Securitization Forum – ASF), Європейський форум по сек'юритизації (European Securitization Forum – ESF), та Австралійський форум по сек'юритизації (Australium Securitization Forum – Aus SF). Звіт, який називався “Відновлення довіри до ринку сек'юритизації”, містив детальний аналіз факторів, які призвели до кризи: зниження стандартів видачі кредитів; заміна скрупульозної аналітичної роботи посиленням на рейтинги, які видавались рейтинговими агентствами; високий леверидж; а також недооцінка ризику ліквідності.

Дослідження учасників проекту також показали, що без відновлення ринку сек'юритизації, попит приблизно на 2 трильйони доларів кредитного фінансування залишиться незадоволеним. Однак, питання відновлення процесів сек'юритизації, спирається не лише на виправлення помилок минулого. Більше уваги необхідно приділяти макроекономічним показникам та стану ринку нерухомості країн, особливо розвинутих. Саморегульовані організації визначили чотири ключових пріоритети спільного проекту:

- 1) підвищення стандартів розкриття інформації, особливо по відношенню до якості закладних портфелів;
- 2) підвищення прозорості по відношенню до стандартів видачі кредитів, включаючи іпотечні та споживчі кредити;
- 3) відновлення довіри до рейтингових агентств;
- 4) покращення процесів оцінки активів [2].

Можна стверджувати, що скоординовані дії урядів США, Великобританії та Європейського Союзу врятували ринок сек'юритизації від повної зупинки. Федеральний Резерв США витратив більше одного трильйона доларів на прямі інвестиції в сек'юритизовані активи, а також на організацію програм та фондів по підтримці іпотечного, споживчого та комерційного кредитування [3].

Найбільшими гравцями на ринку сек'юритизації в США були і продовжують залишатись Федеральні житлові агентства: Federal National Mortgage Association (FNM або Fannie Mae), Government National Mortgage Association (GNMA або Gannie Mae) та Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC або Freddie Mac).

На наведеному нижче рисунку 1 відображено динаміку випуску цінних паперів з іпотечним забезпеченням за останні 14 років. Очевидно, що на протязі останніх двох років первинні випуски сек'юритизованих цінних паперів з іпотечним забезпеченням, які не гарантовані федеральними агентствами, були мінімальними.

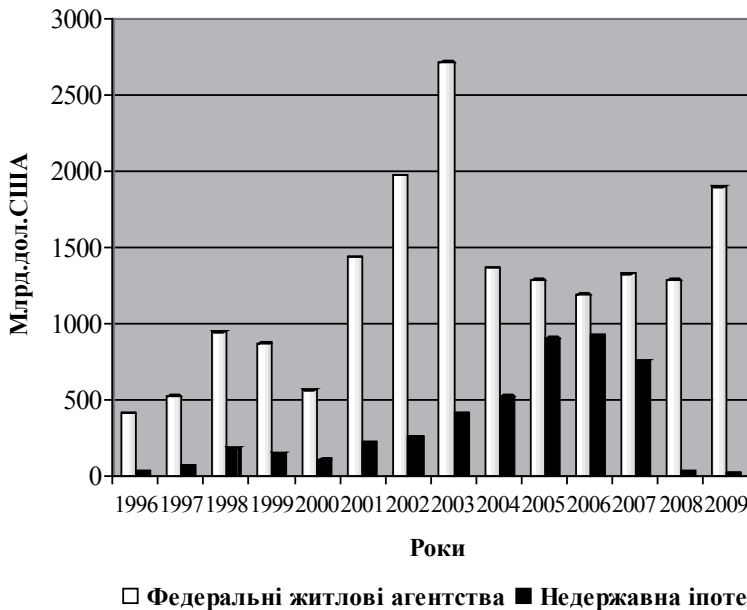


Рис. 1. Випуск цінних паперів з іпотечним забезпеченням в США [3]

У вересні 2008 року Fannie Mae та Freddie Mac були практично націоналізовані з метою стабілізації діяльності цих агентств та обмеження системного ризику. Аналітики інвестиційного банку Barclays Capital прогнозують, що у 2010 році три Федеральні житлові агентства випустять нові, гарантовані державною, цінні папери з іпотечним забезпеченням на суму близько 350 мільярдів доларів США.

Попит на сек'юритизовані цінні папери, які випущені американськими житловими агентствами продовжуватиме залишатись насиченим. Це пов'язано з тим, інвесторів приваблює наявність твердих державних гарантій по цим паперам.

В свою чергу, випуск цінних паперів, забезпечених неіпотечними активами в США зростав до 2007 року. В другій половині 2007 року ситуація різко змінилась (рис.2). У 2008 році відбулось обвальне падіння обсягів первинного ринку сек'юритизації. В 2009 році цей ринок показав ознаки стабілізації, однак на дуже низькому рівні.

В таблиці 2 наведено дані Асоціації учасників індустрії цінних паперів та фінансових ринків SIFMA по випуску сек'юритизованих облігацій по типам активів.

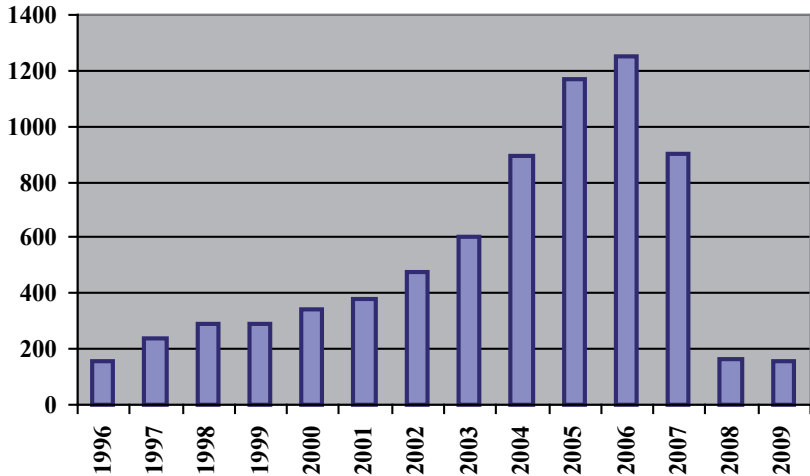


Рис. 2. Випуск цінних паперів з неіпотечним забезпеченням в США (млрд.дол.) [13]

*Таблиця 2
Випуск сек'юритизованих облігацій по типам активів
(в мільярдах доларів США) [13]*

Тип активів	2005	2006	2007	2008	2009
Неіпотечне кредитування під заставу нерухомості	461	484	223	4	6
Кредитні картки	67	68	95	57	46
Іпотечні кредити	251	132	86	3	-
Автокредитування	85	81	74	36	62
Студентське кредитування	63	67	61	28	22
Інше	245	423	362	36	17
ВСЬОГО	1172	1253	902	163	154

З табл.2 видно, що в 2009 році загальні обсяги первинного розміщення сек'юритизованих цінних паперів продовжували знижуватись. Але в секторі автомобільного кредитування обсяги випусків суттєво зросли, що стало наслідком підтримки урядом США американських автовиробників. Обсяги ж випуску по іншим типам активів знижувались значно меншими темпами, що може свідчити про перспективну стабілізацію на ринку сек'юритизованих цінних паперів з неіпотечним покриттям.

У Європі ситуація на ринку сек'юритизованих цінних паперів дещо інша. До 2009 року спостерігалась тенденція до збільшення обсягів

сек'юритизації фінансових активів (табл.1), але світова фінансова криза кардинально змінила архітектуру цього ринку.

В 2009 році первинний ринок сек'юритизації активів в Європі практично не функціонував. В кінці року було проведено лише декілька операцій по сек'юритизації активів у Великобританії.

Важливим аспектом, який перешкоджає відродженню сек'юритизації фінансових активів у Європі, є дії регулюючих органів. Значні зміни були внесені у вимоги щодо резервування капіталу європейськими банками. Найважливішими з цих змін стали вимоги до оригінаторів залишати на своєму балансі частину сек'юритизованого портфелю в розмірі не менше 5%. Крім того, на інвесторів поклали обов'язки по відстеженню участі оригінатора в угоді: інвестор має право придбати сек'юритизовані цінні папери лише за умови, якщо оригінатор залишив в своєму портфелі законодавчо встановлений обсяг сек'юритизованих активів.

На інвесторів також законодавчо покладено обов'язки по аналізу значної кількості факторів:

- обсяг участі в угоді оригінатора;
- аналіз ризиків сек'юритизованих цінних паперів;
- аналіз ризиків сек'юритизованих активів;
- оцінка досвіду та репутації оригінатора;
- процес аналізу активів оригінатором;
- методологія оцінки активів оригінатором;
- структура сек'юритизації.

Реакція учасників ринку на вище вказані зміни законодавства була однозначно негативною, що стало ще однією причиною значного зниження темпів розвитку ринку сек'юритизації фінансових активів.

Варто також відзначити, що випущені сек'юритизовані інструменти приймаються Банком Англії та Європейським центральним банком в якості застави по угодам кредитування "репо". Це пояснює той факт, що в Європі обсяг сек'юритизації зростає, але до розміщення на публічному ринку ці папери не доходять, а залишаються на балансах банків-оригіаторів в якості інструментів управління ліквідністю банку. Рис. 3 ілюструє динаміку первинного ринку сек'юритизації в Європі.

Як видно з рис 3, досить значна частина випусків 2007 року та всі випуски 2008-2009 року залишилися на балансах банків і не були розміщені серед інвесторів, що, суттєвим чином, стримує розвиток ринку сек'юритизації фінансових активів в Європі.

В інших країнах світу, таких як Японія, Австралія, Бразилія, Аргентина, Перу, Колумбія, Чилі, Південна Корея, протягом 2007-2009 років спостерігалась тенденція до щорічного зменшення обсягів сек'юритизації фінансових активів.

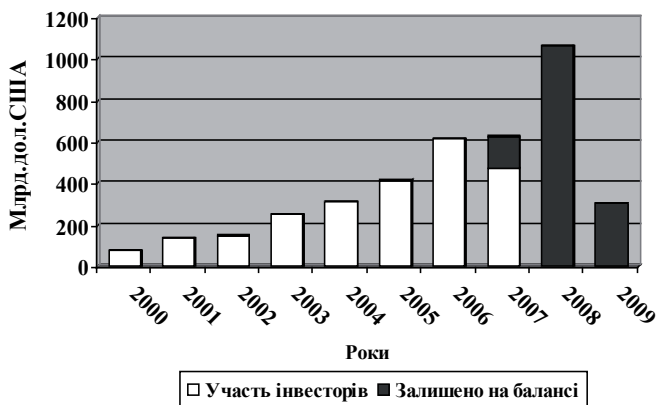


Рис. 3. Випуск сек'юритизованих цінних паперів в Європі (млрд.дол. США) [12]

Лише в Канаді зафіксовано зростання обсягу здійснення сек'юритизації: у 2008 році він зріс на 74 % в порівнянні з 2007 роком, з 45 млрд. дол. США до 79 млрд. дол. США. Але, як і у Європі, нові випуски сек'юритизованих цінних паперів не обертаються на публічному ринку, а служать інструментами управління ліквідністю банків.

Ринок сек'юритизації фінансових активів у Східній Європі, на Близькому Сході та в Африці досягнув 13 мільярдів доларів США у 2006 році, але “відкотився” до 10 мільярдів доларів США у 2008 році. Більшість угод була здійснена в Південній Африці, Єгипті та Російській Федерації [2].

Для України сек'юритизація – ще відносно молоде явище, яке з 2006 року почало успішно використовуватись українськими банками. За допомогою сек'юритизації активів банки змогли рефінансувати видані раніше кредити. Але, світова фінансова криза завдала болючого удару по банківській системі України та, відповідно, по обсягам випуску сек'юритизованих цінних паперів (рис.4).

Перший досвід сек'юритизації активів в Україні у 2006 році здійснив комерційний банк “Дельта”, який спеціалізується на наданні споживчих кредитів у торговельних точках. Банк розмістив свої облігації на суму 150 млн. грн. Забезпечення емісії цінних паперів становив портфель роздрібних кредитів. Другим у 2007 році був “ПриватБанк”, який розмістив єврооблігації на 180 млн. доларів США, забезпечені відповідним портфелем доларових іпотечних кредитів. Першу емісію іпотечних облігацій на суму 50 млн. грн. та успішне їх розміщення у березні 2007 року здійснив “Укргазбанк”. В травні 2008 року “ПриватБанк” здійснив другу сек'юритизацію

активів на 110 млн. доларів США. Для цього було розміщено на міжнародному ринку облігації, забезпечені портфелем автокредитів. [1, с.60]

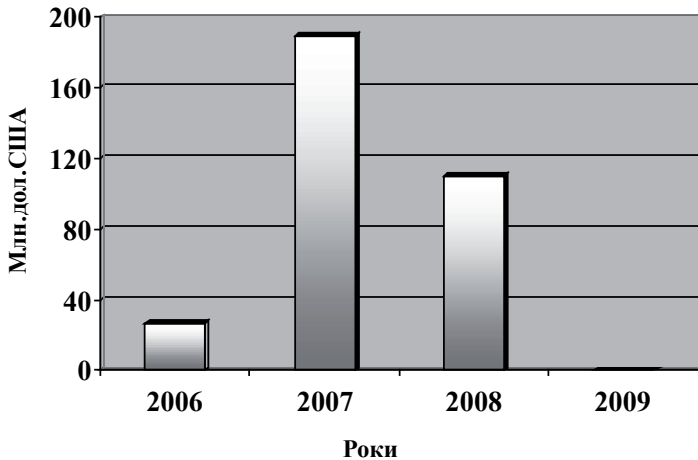


Рис. 4. Випуск сек'юритизованих цінних паперів в Україні (млн.дол. США) [розроблено автором на основі [1]]

Висновки. Підсумовуючи результати проведеного аналізу, можна стверджувати, що ефективному розвитку світового ринку сек'юритизації фінансових активів завадила фінансова криза. Але скоординовані дії урядів країн світу дозволили більш-менш стабілізувати ринок та зменшити темпи падіння обсягів сек'юритизації.

В Україні сек'юритизація може стати одним з ключових чинників розвитку ринку іпотечного кредитування. Проведення сек'юритизації іпотечних портфельів дозволить банкам залучати дешевше фінансування, одночасно звільняючи баланс для видачі іпотечних кредитів новим позичальникам.

На теперішній час неможливо говорити про наявність в Україні повноцінного ринку сек'юритизації активів в зв'язку з:

- відсутністю ринкової інфраструктури та законодавчої бази;
- складністю проведення операцій сек'юритизації;
- нерозвиненістю ринку боргових цінних паперів;
- низьким рівнем довіри інвесторів до українського фондового ринку.

В той же час, Україна має потенціал для використання банками інструменту сек'юритизації фінансових активів, але лише за умови відповідної державної підтримки та надання гарантій по сек'юритизованим цінним паперам.

Література:

1. Бажанов О. Формування засад сек'юритизації іпотечних активів в Україні / О. Бажанов // Вісник НБУ. – 2008. – № 10. – С. 59-63.
2. Бакланова В. Обзор состояния мирового рынка секьюритизации в 2009 году / В. Бакланова [Электронный ресурс] // Режим доступа: www.rusipoteka.ru
3. Бакланова В. Обзор состояния мирового рынка секьюритизации: итоги 2009 года и взгляд в будущее / В. Бакланова [Электронный ресурс] // Режим доступа: www.rusipoteka.ru
4. Бер Х. П. Секьюритизация активов / Бер Х. П. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.
5. Бурмака М. О. Сек'юритизація як інструмент регулювання ринку позикового капіталу: міжнародний досвід та перспективи розвитку в Україні [Електронний ресурс] // Режим доступу до журн.: http://www.nbuv.gov.ua/Portal/Soc_Gum/VUABS/2008_2/25.2.2.pdf
6. Геєць О. Сек'юритизація "кредитного портфеля" комерційного банку як метод розширення інвестиційної діяльності в Україні / О. Геєць // Банківська справа. – 1998. – № 6. – С. 22-27.
7. Девисон Е., Сандерс Е., Вольф Л-Л., Чинг А. Секьюритизация ипотеки / Девисон Е., Сандерс Е., Вольф Л-Л., Чинг А. – М.: Вершина, 2007. – 592 с.
8. Джантуханова Эстелла. Налоговые аспекты при подготовке и проведении сделки секьюритизации. // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 12. – С. 22-25.
9. Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды / Ю.Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 16. – С. 35-39.
10. Шелудько Н.М. Зовнішні запозичення банків України: тенденції, проблеми, перспективи / Н.М.Шелудько // Економіка і прогнозування. – 2007. – № 1. – С. 130-136.
11. Штуппниг А., Вольф М., Сало Н. Развитие и перспективы секьюритизации в странах СНГ / Штуппниг А., Вольф М., Сало Н. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2008. – С.63-72
12. www.group.barclays.com
13. www.sifma.org