

УДК 336.74

*М.О. Бурмака, канд. екон. наук, доц.,
Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, м. Київ*

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ ЯК ІНСТРУМЕНТ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ В УКРАЇНІ

Розглядаються теоретико-методологічні засади розвитку та функціонування інституту сек'юритизації в умовах транзитивної економіки на основі досвіду фондових ринків, що розвиваються. Проведено аналіз адаптивності сек'юритизаційних структур з урахуванням сучасних світових тенденцій та ключових макроекономічних факторів, які склалися на фінансовому ринку України. Розроблені концептуальні пропозиції щодо подальшого розвитку вітчизняного ринку сек'юритизованих активів, його організаційно-правового забезпечення.

Ключові слова: сек'юритизація, ринок позикового капіталу, ринок сек'юритизованих активів.

Постановка проблеми. Сек'юритизація (*securitization* – від англ. *securities* – цінні папери) упродовж останніх трьох десятиліть здійснює величезний вплив на розвиток світового ринку капіталу, внаслідок чого урізноманітнюється спектр боргових фінансових інструментів, забезпечується вихід на фондові ринки нових учасників, у першу чергу корпорацій та інвесторів, що, як наслідок, сприяє суттєвому поглибленню та розширенню ринку капіталу.¹ Крім того, сек'юритизація дозволяє кредитним фінансовим установам за допомогою пропозиції високорейтингових облігацій ефективно реалізувати свої активи, забезпечивши покращення своїх фінансових показників і отримавши фінансування на більш вигідних умовах. Банки отримують не тільки нове джерело коштів, але й вивільнюють значні обсяги власних коштів, стиснутих вимогами щодо достатності капіталу банку.

Сек'юритизація розглядається, з одного боку, у широкому розумінні – як “використання цінних паперів, як інструмент регулювання ринкових відносин та руху позикового капіталу”², з іншого, у вузькому розумінні – як “спосіб рефінансування

та перерозподілу ризиків шляхом трансформації активів (як правило, боргових зобов'язань) у цінні папери для продажу інвесторам”³, тобто як інноваційна техніка фінансування. У другому випадку власник активів емітує цінні папери від свого імені або через дочірню установу, однак такі цінні папери “прив'язуються” до конкретного активу, а сплата доходу та погашення цінних паперів залежить від отримання процентів та основної суми кредитів.

За оцінками фінансових аналітиків, сек'юритизація є одним із найбільш перспективних інструментів світового ринку капіталу, який (інструмент) постійно розвивається: спостерігається стале зростання обсягів операцій, якісно змінюються структура та характеристики ринку. Сек'юритизація охоплює як іпотечні активи⁴, так і неіпотечні⁵, тобто цей інструмент фактично дозволяє використовувати будь-які майнові права як забезпечення зобов'язань. І, можливо, найважливішим для ринку є те, що обіг таких фінансових інструментів регулюється також законодавством про цінні папери. Власне ці дві концептуальні тенденції визначили тривалий процес розвитку забезпечення, який на сьогодні досяг сучасних проявів структурованих фінансових інструментів (*structured finance*).

© М.О. Бурмака, 2008

¹ Термін “сек'юритизація” вперше з'явився в американському економічному часописі *Wall Street Journal* в 1977 році. Термін був “винайдений” Л. Ранієрі (Lewis K. Ranieri), керівником іпотечного департаменту *Salomon Brothers*, який запропонував використати його репортеру *Wall Street Journal* – Анн Монро (Ann Monroe) в статті, присвяченій андерайтингу першого випуску цінних паперів, забезпечених заставою прав вимоги за іпотечними кредитами. Угода ґрунтувалась на структурі прямого розподілу (*pass-through*), за якою спеціальна проектна компанія (так звана *SPV*) розподіляє між держателями цінних паперів усі “згенеровані” пулом кредитів грошові кошти на момент чергової виплати за паперами. Андерайтером виступав *Salomon Brothers*. Угода отримала назву *Bank America issue* (емісія Банку Америки).

² Райсберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2006. – С. 375.

³ Інструменти та установи фінансового ринку: Енциклопедичний довідник / За ред. В.В. Фещенка. – К.: УАФР, 2007. – С. 260.

⁴ Фактично поява інституту сек'юритизації є результатом багатовікового процесу пошуку забезпечення, який розпочався ще з грецької *hypotheca* (іпотеки) і отримав розвиток у Римському праві через *ignus* (застава), *feducia* (передача титулу).

⁵ Вперше сек'юритизація неіпотечних активів була проведена у 1985 році, коли американський банк *First Boston* здійснив андерайтинг публічного розміщення цінних паперів загальною номінальною вартістю 192 млн. дол., забезпечених пулом вимог до покупців комп'ютерів у кредит. Кредитором виступала компанія *Sherry Corporation*.

Глобалістичні прояви сек'юритизації полягають у значному збільшенні обсягів ринку цінних паперів порівняно з ринком позикового капіталу, а також у різкому розширенні різновидів цінних паперів, які емітуються компаніями і комерційними банками для залучення фінансових ресурсів шляхом розміщення цінних паперів, насамперед похідних і гібридних⁶ на їхній основі. У результаті кардинальних економічних змін і появи фінансових інновацій відбулося стрімке зростання міжнародного ринку капіталу.

Розвиток інституту сек'юритизації супроводжувався поступовою зміною акцентів щодо структури капіталу та об'єктів інвестування з нерухомого майна на рухоме та у подальшому – на віртуальні активи. Тенденція до підвищення “обігостатності” також відіграла важливу роль у розвитку сек'юритизації, яка розглядається як засіб управління ризиками та диверсифікації і зумовлена доступністю вторинного ринку для різноманітних активів. Важливим кроком у цій сфері був інжиніринг (engineering) більш ліквідного фінансового інструмента, який міг би обернутися на біржовому та позабіржовому фондовому ринку. Загалом макроекономічна ідея сек'юритизації полягає у тому, щоб надати пулу активів (тобто прав на отримання від боржників платежів у майбутньому) можливості брати участь в обігу. І саме завдяки інститутам фондового ринку стало можливим використовувати активи задовго до настання терміну платежу за ними.

Загальні питання методології сек'юритизації, зокрема, сек'юритизації активів (яка забезпечується фінансуванням та рефінансуванням будь-яких активів за допомогою випуску облігаційних позик або інших цінних паперів)⁷ або класичної сек'юритизації (яка фінансується за допомогою банківського кредиту) ґрунтовно досліджуються Х. Бером⁸, Е. Девідсоном⁹, Л. Хейром¹⁰, С. Шварцем¹¹, Дж. Сінкі¹². У працях російських вчених

⁶ Від англ. hybrid securities – цінні папери з характеристиками інших різних фінансових інструментів.

⁷ Современный биржевой словарь / В.Ф. Корельский. – 3-е изд. – М.: Крафт+, 2006. – с.668.

⁸ Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006.

⁹ Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Пер. с англ. – М.: Вершина, 2007.

¹⁰ Хейр Л. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

¹¹ Schwarcz, Steven L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business & Finance, 133 (1994).

¹² Дж. Синки. Управление финансами в коммерческих банках. – М.: Catallaxy, 1994.

Л., Красавіної, Д. Михайлова, Б. Рубцова, Б. Федорова, Т. Френкеля, В. Усокіна, О. Яблонської сек'юритизація розглядається як макроекономічна тенденція зростання ролі цінних паперів і інструментів на їхній основі з одночасним переміщенням ринку запозичень від класичного банківського кредитування в напрямі фінансування на грошовому ринку та ринку капіталу за допомогою емісії цінних паперів.

На сьогодні в Україні практично відсутні наукові дослідження впливу сек'юритизації та притаманних їй інструментів структурованого фінансування на макроекономічні параметри фондового ринку у цілому, а також впливу на інституціональний розвиток фондового ринку зокрема. Сек'юритизація як виокремлена, об'єктивно необхідна складова державної політики щодо розвитку національного ринку капіталу, на жаль, взагалі не розглядається, а якщо і згадується, то у вузькому колі фінансових інженерів. Відсутність вітчизняних фінансових методологій, присвячених сек'юритизації, не кажучи про повну відсутність у законодавстві відповідних правових дефініцій та усталеної термінології, безумовно, стримує адаптування досить багатого зарубіжного досвіду сек'юритизації в умовах української економіки, нівелює широкі інвестиційні можливості фондового ринку до примітивного рівня емісії стандартного набору цінних паперів.

Отже, дослідження глобальних тенденцій розвитку сек'юритизації на сучасному етапі, виявлення макроекономічних передумов її запровадження в практичних реаліях з одночасним формуванням адекватного технологічно-фінансового апарату в умовах модернізації фондового ринку України потребує відповідного наукового реагування, розробки ефективних практичних рекомендацій, чим, власне, і зумовлюється мета цієї статті.

Виклад основного матеріалу. Сек'юритизація як інструмент трансформації традиційних неліквідних фінансових активів (таких, як кредити та заставні під нерухомість) у ринкові цінні папери для торгівлі ними на ринку капіталу виникла у процесі реагування на жорстку конкуренцію, що зазнавали банки у 1980-90-х роках як на ринку кредитування, так і на ринку залучення кредитів, наслідком якої стало зниження банками трансакційних та інформаційних витрат [1, с. 404-405]. Зростання ринку комерційних цінних паперів надало можливість великим корпоративним позичальникам залучати більше коштів без банківського кредитування. Крім того, фінансові компанії мають можливість

звертатися за коштами на ринок комерційних цінних паперів і надавати їх у позику іншим компаніям та домогосподарствам. Розширення ринку “сміттєвих” облігацій у той період також надало можливість багатьом менш ефективним корпоративним позичальникам залучати небанківські кошти. І, нарешті, у сфері депозитів банки зазнають постійної жорсткої конкуренції з боку інвестиційних фондів, які надають можливість інвесторам отримувати вищі процентні ставки, аніж ті, які здебільшого пропонують банки.

Поняття “сек’юритизація” у теоретико-змістовному розумінні визначається за допомогою терміну “дезінтермедіація”¹³ – напрям розвитку фінансового ринку, який передбачає втрату банківським сектором ролі головного фінансового посередника у залученні коштів для економічного функціонування. Внаслідок структурних реформ світового фінансового ринку 1980-90-х років позичальники капіталу почали здебільшого напряму звертатися до інвесторів (через емісію цінних паперів), обминаючи банки як фінансових посередників.

К. Хілл (Hill, Claire A.), досліджуючи макроекономічні вигоди від використання угод сек’юритизації, дійшла висновку, що ці вигоди полягають у наявності *спреду* між фінансовими витратами на різних фінансових ринках. Як наслідок, “сек’юритизація дозволяє: 1) компаніям “низької” якості випускати цінні папери “високої” якості, і 2) трансформувати грошові потоки, які можна продати тільки зі значним дисконтом на фінансових ринках з більш низькими цінами, в цінні папери, які можна продати з меншим дисконтом на фінансових ринках з більш високими цінами” [2]. При цьому, як зазначає автор, найбільші вигоди отримують компанії з меншою кількістю доступних альтернативних джерел фінансування.

А. Лакшман (Lakshman A.), аналізуючи проблеми імплементації сек’юритизації в країнах з транзитивною економікою, наголошує, що відповідальність за формування умов для сек’юритизації має покладатися на різні інституції, у першу чергу державні, які забезпечують системне регулювання процесів сек’юритизації [3].

При розгляді перспектив розвитку сек’юритизації в Україні доцільно, на наш погляд, спиратися на досвід функціонування ринків структурованих фінансів у країнах, які розвиваються, аніж на досвід визнаних лідерів у цій сфері –

США та країн Західної Європи, оскільки логічно припустити, що застосовувані у країнах, що розвиваються, сек’юритизаційні структури будуть краще адаптуватися до умов України.

Аналітиками Fitch Ratings виділяються три типи сек’юритизаційних структур, які застосовуються на ринках, що розвиваються: 1) транскордонна сек’юритизація майбутніх потоків; 2) транскордонна сек’юритизація існуючих активів та 3) внутрішня сек’юритизація існуючих активів [4]. Наведена типізація з точки зору сфери застосування складена за векторним принципом “від ринку, що розвивається, до розвиненого ринку” і відповідно означає: 1) структуровані угоди, які застосовуються на ринках, що розвиваються, для яких правові та регулятивні обмеження підвищують ризик сек’юритизації, з використанням офшорної спеціальної проектною компанії (так званої Special Purpose Vehicle, SPV) і фінансуванням заборгованості в іноземній валюті шляхом купівлі міжнародними інвесторами цінних паперів, номінованих в іноземній валюті; 2) структуровані угоди, які застосовуються на ринках з розвинутим банківським сектором, однак з відсутнім законодавчим забезпеченням і слабкою внутрішньою інвестиційною базою, з використанням також офшорної SPV, яка емітує цінні папери, номіновані в іноземній валюті, для фінансування заборгованості у місцевій валюті, і 3) структуровані угоди, які застосовуються на достатньо розвинутих ринках, з використанням місцевої SPV, яка емітує цінні папери, номіновані в місцевій валюті, для фінансування внутрішніми інвесторами заборгованості у місцевій валюті.

Не дивлячись на особливості політичної та економічної ситуації у тій або іншій країні з транзитивною економікою, для emerging markets характерно використання загалом подібних сек’юритизаційних структур. Аналізуючи, наприклад, сек’юритизаційний ринок країн Латинської Америки як “найбільш розвинений з країн, що розвиваються”, можна зробити висновок, що на цьому ринку на сьогодні спостерігається стала тенденція до збільшення частки внутрішніх угод [5, с. 3] (протягом 2005-2007 років обсяг внутрішніх угод у загальному обсязі сек’юритизаційного ринку коливався в межах 77-81 %) (табл. 1). Причому 82 % загального обсягу емісії цінних паперів припадало лише на три країни регіону – Мексику (43 %), Бразилію (24 %), Аргентину (15 %) [5, с. 5].

¹³ Від англ. disintermediation = disinter, відривати + mediation, посередництво. Зворотній процес: redisintermediation, залучення фінансових посередників.

Таблиця 1

Порівняльний аналіз обсягів внутрішньої і транскордонної сек'юритизації в країнах Латинської Америки, млрд. дол. США

Обсяги сек'юритизації	2005 р.	2006 р.	2007 р.
ЛАТИНСЬКА АМЕРИКА:			
всього,	13,9	19,9	19,3
у тому числі:			
внутрішня	11,0	16,2	14,8
транскордонна	2,9	3,7	4,5
МЕКСИКА:			
внутрішня	4,2	6,5	7,5
транскордонна	0,6	0,7	0,9
БРАЗИЛІЯ:			
внутрішня	3,5	5,3	3,1
транскордонна	1,2	1,4	1,5
АРГЕНТИНА:			
внутрішня	1,7	2,4	2,7
транскордонна	0,4	0,7	0,8

Як бачимо, внутрішні угоди у країнах Латинської Америки складають сильну конкуренцію транскордонним структурам, що, в свою чергу, відображає достатньо високий рівень розвитку місцевих ринків, наявність міцної інвестиційної бази та досвіду основних учасників сек'юритизаційних угод.

При цьому вибір типу сек'юритизаційної структури обумовлюється цілою низкою факторів: 1) конкретними соціально-економічними пріоритетами, обраними в країні на сучасному етапі економічного розвитку (житлове будівництво та іпотека – в Мексиці, житлові позики, забезпечені пенсією – в ПАР, корпоративні позики та житлові іпотечні кредити – в Китаї, лізингові операції – в країнах Близького Сходу); 2) релігійними традиціями та обмеженнями (як наприклад, в ісламських країнах, де склалась специфічна “ісламська фінансова система”¹⁴; у зв'язку з цим для ісламських країн непридатні широко використовувані на Заході сек'юритизаційні структури, однак найбільш привабливими об'єктами для сек'юритизації у майбутньому постають виручка від експорту нафти країнами Перської затоки та грошові перекази від мусульман, які працюють за

¹⁴ Характерною особливістю цієї системи, заснованої на законах Шаріату, є заборона отримувати та виплачувати відсотки, що витікає з трактування Ісламом поняття прибутку. При цьому головною відмінністю цих дефініцій є те, що прибуток утворюється від доходів успішно функціонуючого підприємства, а відсоток виплачується незалежно від результатів його діяльності. У зв'язку з цим для ісламських фінансів притаманні досить незвичні фінансові інструменти, наприклад, угоди продажу витрат плюс фіксований прибуток, угоди участі у прибутках, міра пайової участі та інші.

кордоном); 3) ступенем державної регламентації угод сек'юритизації та рівнем правової захищеності інвесторів (зокрема, через утворення особливих “структур безпеки” – трастів та подвійних SPV, які забезпечують контроль за розподілом грошових потоків від сек'юритизованих активів та гарантують виконання зобов'язань емітента перед всіма учасниками угоди – в ПАР та Китаї); 4) складом учасників сек'юритизованої структури (банки, у тому числі центральні банки – у Китаї, РФ, країнах Близького Сходу, спеціалізовані страхові компанії, які гарантують емітовані цінні папери – в Туреччині); 5) суверенним рейтингом країни та доступністю внутрішнього довгострокового фінансування [6].

До того ж, як правило, значна частка внутрішніх угод у загальних обсягах сек'юритизації у поєднанні з великим розмаїттям видів сек'юритизовуваних активів вказує на “зрілість” сек'юритизаційного ринку в конкретній країні.

При цьому об'єкти сек'юритизації можуть бути різноманітними – від житлової іпотеки до надходжень від платних доріг, від лізингових платежів до грошових переказів представників діаспори, від будівельних, корпоративних та споживчих позик до майбутніх надходжень на коррахунки банків. Наступний етап розвитку інституту сек'юритизації, як вважають аналітики, буде пов'язаний з таким активом як споживчі товари, оскільки більшість споживчих позик характеризуються передбачуваністю фінансових потоків, а отже достатньою мірою “підвладні сек'юритизації” [7]. Так, наприклад, на сьогодні фінансовими інженерами вже розроблені математичні засоби кредитного моніторингу і підрахунку таких позик, а більшість програм роздрібних продажів набуває гомогенності кредитних портфелів.

Фінансування комерційних кредитів, які видаються у рамках підприємницької діяльності, також потребує серйозної уваги як практиків, так і теоретиків сек'юритизації. Оскільки портфелі комерційних кредитів загалом менш гомогенні порівняно з портфелями споживчих кредитів, інвестори вимагають більшої інформації про індивідуальні активи, які входять в пул, а інструменти управління та оцінки портфеля є менш ефективними. Однак це не стало перешкодою для стрімкого розвитку ринку сек'юритизації іпотечних кредитів, які видаються юридичним особам.

Таким чином, ми доходимо висновку, що сек'юритизація на сьогодні є проявом двох взаємопов'язаних тенденцій, які визначають інвестиційну та фінансову складові ринку капіталу, і ефективно використовуються при кредитуванні різних секторів економіки, причому сек'юритизація здійснюється не тільки банками, але й промисловими та фінансовими компаніями і навіть державою (табл. 2).

Суб'єктивізація сек'юритизації¹⁵

Суб'єкти сек'юритизації	Види сек'юритизованих активів
Банки	Комерційні та споживчі кредити, іпотечні позики
Корпорації	Майбутні надходження від економічної діяльності (торгівлі), нерухомість
Фінансові компанії	Надходження по рахункам кредитних карток, платежі за позиками, кредитами малим та середнім підприємствам, позики на купівлю автомобілів і нерухомості
Страхові компанії	Майбутні страхові премії
Телекомунікаційні компанії	Надходження за трансляції, рента за використання обладнання
Нафтогазові компанії	Майбутні надходження від імпортерів
Компанії нерухомості	Лізингові надходження, комісії за обслуговування клієнтів
Місцеві адміністрації	Податкові та інші бюджетні надходження
Держава	Податкові та інші бюджетні надходження, валютні надходження від зовнішніх дебіторів

Мотиваційна основа сек'юритизації полягає, насамперед, у тому, що різномірний характер активів першого їх власника, зацікавленого у залученні ресурсів, трансформується в єдині характеристики цінних паперів, які випускаються спеціалізованою компанією. Емітентом боргових цінних паперів виступає абсолютно прозора компанія, яка часто спеціально утворюється для здійснення даної емісії, при цьому за допомогою сек'юритизації "очищується" баланс від проблемних активів шляхом передачі їх у спеціалізовану компанію.

Для інвесторів інвестиції в сек'юритизовані активи є значно безпечнішими, ніж в традиційні цінні папери, у тому числі в довгострокові державні зобов'язання. Це підтверджується спеціальними дослідженнями на основі аналізу статистичних даних про середньорічну доходність і ризиковість різних інвестицій протягом 1993-2002 років [8]. При сек'юритизації практично усувається ризик банкрутства для інвестора, реально знижуються витрати на збір інформації про боржника (оригінатора) і поточний ринковий контроль за його діяльністю та фінансовим станом.

Не аналізуючи детально ці та інші супутні позитиви від сек'юритизації виділимо кілька універсальних ринкових проблем, які допомагає вирішити сек'юритизація:

1) *проблема підвищення ліквідності*. При перетворенні неліквідних активів у цінні папери виникає можливість шляхом продажу цих паперів на ринку залучити кошти і вкласти їх у менш ризиковані і більш ліквідні цінні папери. Особливо це важливо для банків, які, маючи надмірні обсяги ризикованих активів, постійно відчують нестачу ліквідності;

2) *проблема зменшення вартості запозичень*. При продажі "хороших" цінних паперів зменшується ризик. У цьому випадку дисконт за цінними паперами буде низьким, що призведе до "здешевлення" грошей. До того ж, варто підкреслити, що тер-

мін обігу цінних паперів не завжди може співпадати з терміном погашення самого кредиту – він може бути меншим, і таким чином, зменшуючи ризик за цінними паперами, не зменшується загальна прибутковість активів. Одночасно з цим вирішується ще одна проблема – захист від кредитних ризиків;

3) *проблема диверсифікації ризику*. Під забезпечення середньо- і довгострокових кредитів можна здійснювати кілька випусків короткострокових цінних паперів, адже чим менше термін кредиту, тим менше ризик і відсоткова ставка за кредит. У процесі сек'юритизації відбувається розподіл ризику серед усіх його учасників. Завдяки тому, що усі кредити забезпечені, цінні папери емітуються на термін, який переважає термін кредиту, оскільки забезпечення може бути реалізоване у досить короткі строки.

На сьогодні в Україні складаються усі необхідні макроекономічні умови для розвитку ринку сек'юритизованих активів (табл. 3). Причому Україна є однією з небагатьох країн Східної Європи та країн СНД, яка у 2007 році розпочала історію вітчизняної сек'юритизації¹⁶ (Росія та Казахстан, маючи вже кількарічний досвід у цій сфері, у 2007 році здійснили сек'юритизацію фінансових активів загальним обсягом відповідно 1,2 млрд. євро та 1,0 млрд. євро) [9, с. 5].

¹⁵ Адаптовано: Яблонская О.В. Сек'юритизация банковских активов: зарубежный опыт, перспективы развития в России; Дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10, Москва, 2004, 164 с., РГБ ОД, 61:04-8/3903 (www.diss.rsl.ru).

¹⁶ Мова йде про емісію процентних іменних звичайних іпотечних облігацій ВАТ "Акціонерний банк "Укргазбанк" на суму 50 млн. грн. з фіксованою відсотковою ставкою 10,5% терміном 35 місяців. Згідно з проспектом емісії за рахунок залучених від продажу іпотечних облігацій ресурсів здійснюватиметься рефінансування іпотечних кредитів банку. Такі емісії сек'юритизованих цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами, є досить поширеними на розвинутих ринках і класифікуються як Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS).

Макроекономічні умови розвитку сек'юритизації в Україні, млрд. грн.

Показники	2005 рік	2006 рік	2007 рік
1. Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України, усього, у т.ч. короткостроковими довгостроковими	143,4 54,8 88,6	245,2 86,2 159,0	426,9 131,5 295,4
2. Обсяги емісії цільових ("житлових") облігацій	н/д	3,2	8,2
3. Іпотечний портфель банків	н/д	н/д	57,2
4. Цінні папери у портфелі банків (крім акцій)	10,9	10,5	22,7
5. Загальні активи небанківських фінансових установ, у т.ч. страхових компаній	25,1 20,9	32,7 24,0	42,3* 29,6*
6. Активи ІСІ	5,8	17,2	н/д
7. Цільові ("житлові") облігації в активах ІСІ	0,65	2,1	н/д
8. Нерухомість в активах ІСІ	0,03	0,2	н/д

* за станом на 01.10.2007

Джерела: 1, 4 – за даними Національного банку України (www.bank.gov.ua/statist);

2, 6 – за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (www.ssmc.gov.ua);

3 – за даними Української національної іпотечної асоціації (www.unia.com.ua/ukr/analytics);

5 – за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (www.dfp.gov.ua);

7, 8 – за розрахунками, проведеними на основі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Вивчення досвіду сек'юритизації фінансових активів на emerging markets вказує на те, що Україні доведеться пройти аналогічні етапи, пов'язані із переважним застосуванням тих або інших сек'юритизованих структур. Питання полягає лише у тому, з якою швидкістю ми будемо долати ці етапи порівняно з іншими країнами. На наше переконання, сприяти подальшому розвитку сек'юритизації в Україні можуть такі об'єктивні макроекономічні фактори:

1) стрімке збільшення обсягів активів, які можуть бути сек'юритизовані (комерційні та споживчі кредити, іпотека, нерухомість, активи небанківських фінансових установ);

2) розширення кола потенційних інвесторів за рахунок інституційних інвесторів, насамперед, інститутів спільного інвестування, а також за рахунок консервативних інвесторів – громадян, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній;

3) посилення конкуренції на інвестиційному ринку, яка підштовхує компанії до пошуку більш дешевих ресурсів (наявність більш високих кредитних рейтингів корпоративних облігацій, забезпечених активами, дозволяє українським позичальникам скоротити витрати на їхнє обслуговування на кілька процентних пунктів);

4) збільшення звичайної несек'юритизованої заборгованості і наближення її до рівня, перевищення якого може бути пов'язано з ризиком пониження кредитних рейтингів;

5) розвиток законодавчої бази.

Зазначені фактори свідчать на користь подальшого активного зростання ринку сек'юрити-

зації. Такий висновок можна зробити на основі того, що частка сек'юритизованих цінних паперів у загальному обсязі розміщень швидко зростає одночасно з уповільненням темпів збільшення звичайної несек'юритизованої заборгованості.

Висновки. Розвиток сек'юритизації в Україні пов'язується з одночасною реалізацією двох процесів: удосконаленням законодавчої бази та формуванням сприятливих умов, тобто залежить від наявності пулів однорідних активів зі стандартизованими моделями, від загального стану розвитку фондового ринку, від наявності професійно підготовлених учасників ринку (оригінаторів, покупців, обслуговуючих установ) і, що найважливіше, залежить від інвесторів, які готові вкладати кошти у цей вид складних боргових фінансових інструментів.

Що стосується розвитку законодавчої бази, то перший крок у цьому напрямі вже зроблений з прийняттям Закону України "Про іпотечні облігації", однак на рівні державної політики питання розвитку інструментів сек'юритизації і ринку сек'юритизації у цілому досі залишається неактуальним. Воно (питання) навіть відсутнє, образно кажучи, "у порядку денному" різних заходів щодо розвитку вітчизняного фондового ринку¹⁷.

¹⁷ Наприклад, в Основних напрямках розвитку фондового ринку України на 2005-2010 роки, затверджених Указом Президента України від 24 листопада 2005 року № 1648, та в урядових програмах останніх років проблематика розвитку сек'юритизації в Україні як окремого напрямку державної економічної політики відсутня взагалі.

Для удосконалення правового регулювання процесів сек'юритизації в Україні серед основних напрямів необхідно передбачити, насамперед¹⁸, 1) суттєве розширення переліку видів фінансових активів, які можуть бути використані для сек'юритизації; 2) розширення кола правових вимог, які могли б використовуватись для сек'юритизації; 3) встановлення додаткових вимог до емітентів цінних паперів, які випускаються при сек'юритизації; 4) формування механізмів підвищення кредитної якості цінних паперів.

До першочергових стратегічних заходів формування вітчизняного ринку сек'юритизації необхідно віднести: 1) забезпечення можливості інвестування в іпотечні цінні папери коштів крупних інституційних інвесторів; 2) підвищення інвестиційного попиту на іпотечні цінні папери за рахунок стандартизації іпотечних кредитів і ефективного формування пулів; 3) розвиток інфраструктури ринку сек'юритизації, включаючи формування нових інститутів (насамперед, іпотечні і сервісні агенти, довірчі управляючі).

Автор вважає, що для умов України найбільш прийнятним та надійним шляхом розвитку ринку сек'юритизації є прийняття спеціального закону, який був би присвячений сек'юритизації фінансових активів, з одночасним внесенням змін до ряду діючих законів про цінні папери та фінансовий ринок.

Зазначена пропозиція ґрунтується не тільки на ретельному аналізі макроекономічної та загальної правової ситуації в Україні, а й на міжнародному досвіді розвитку законодавчого регулювання ринку сек'юритизації.¹⁹

¹⁸ Найбільш повно основні завдання та першочергові заходи щодо формування повноцінного ринку іпотечних цінних паперів для emerging markets, на наш погляд, відображені в "Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы", затвердженій Розпорядженням Уряду Російської Федерації від 1 липня 2006 року №793-р (див., зокрема, параграф 3.1. "Анализ макроекономических факторов развития секьюритизированных активов", а також Главу 5 "Создание правовых основ формирования новых инструментов финансового рынка").

¹⁹ Див. "Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России". – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации (European Securitisation Forum, ESF), февраль 2007 (www.ahml.ru)

Так, на сьогодні вісім країн континентальної Європи – Франція, Іспанія, Бельгія, Італія, Греція, Люксембург, Португалія і Німеччина – прийняли спеціальне законодавство про сек'юритизацію. В усіх цих країнах законодавство розвивалося, виходячи з конкретних потреб бізнесу та права. У більшості випадків після прийняття спеціального законодавства про сек'юритизацію, яке розроблялось досить тривалий час, вносилися зміни до діючих законів і, як правило, у цих країнах не існує чогось на зразок єдиного закону "Про сек'юритизацію", а є масштабні зміни до національного законодавства про банкрутство, податкове законодавство, законодавство про банківську діяльність, про цінні папери.

Таким шляхом пропонується рухатись і Україні. Якщо це буде не окремий закон про сек'юритизацію фінансових активів, то мають бути зміни до діючих законів, орієнтовані на розвиток сек'юритизації різноманітних активів як у внутрішніх, так і міжнародних операціях, а також на формування сприятливого середовища для інвесторів та кредиторів при здійсненні фінансування економічного розвитку в нашій країні. Подальший розвиток ринку і можливості здійснення перших внутрішніх угод залежать передусім від зусиль Уряду, Національного банку України та Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у сфері розробки законодавчого забезпечення сек'юритизації та розвитку внутрішньої інвестиційної бази в Україні.

Список літератури

1. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка : підручник ; пер. з англ. ; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич / Габбард Р. Глен. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.
2. Hill, Claire A. Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons // Washington University Law Quarterly, Vol. 74, № 4, 1996.
3. Lakshman A. Asset Securitization and Structured Financing: Future and Challenges for Emerging Market Countries // IMF Working Paper, October, 2001.
4. EEMEA: Evolution of Securitization Through 2004 and Outlook for 2005 / Special Report Fitch Ratings (2005, March, 14) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // www.fitchratings.com.
5. Latin American Structured Finance 2007 Year in Review and 2008 Outlook [Електронний ресурс]. / Special Report Fitch Ratings (2008, February, 14). – Режим доступу : // www.fitchratings.com.
6. Анисимов А. Особенности секьюритизации активов на развивающихся рынках [Електронний ресурс] / А. Анисимов // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 22. – Режим доступу : //www.rcb.ru.

7. Казаков А. А. История секьюритизации [Электронный ресурс] / А. А. Казаков // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 19. – Режим доступа : //www.rcb.ru.
8. Davidson A., Sanders A., Wolff L-L., Ching A. Securitization Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons. 2003. – P. 41-47.
9. ESF Securitisation Data Report Winter 2008 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // www.europeansecuritisation.com.

Summary

The theoretical and methodological fundamentals for development and functioning of the institute of securitization in the transitive economy basing on the emerging markets experience are considered. The securitization structures adaptativeness taking into consideration contemporary global trends and key macroeconomic factors established on Ukrainian financial market was analyzed. The conceptual proposals for further development of the national market of securitized assets and its activities organizational and legal provision were worked out.

Отримано 19.03.2008