

I. M. Krekoten,

*к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів і банківської справи,
Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка, м. Полтава*

ОСОБЛИВОСТІ ПОСТКРИЗОВОГО ВІДНОВЛЕННЯ РИНКУ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ У ЄВРОПІ

I. M. Krekoten,

*PhD, Associate Professor of Finance and Banking
Poltava national technical Yuri Kondratyuk University*

FEATURES OF THE POST-CRISIS RECOVERY OF ASSETS SECURITIZATION MARKET IN EUROPE

У статті досліджено світовий досвід використання сек'юритизації активів, розглянуті особливості використання традиційної і синтетичної сек'юритизації. Визначено їх переваги та потенційні загрози. Вивчено основні інструменти, які при цьому використовуються: Mortgage-Backed Securities (MBS) – цінні бумами, забезпечені іпотекою і Asset-Backed Securities (ABS) – цінні папери забезпечені активами. Основна увага сфокусована на європейському ринку, особливості якого стали причиною використання цінних бумах, які відповідають синтетичної сек'юритизації – облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями (collateralized debt obligation, CDO). Досліджено види колатерізованих цінних бумах, які використовуються в країнах Європи, проаналізовано тенденції їх емісії в посткризовий період. Розглянуто підхід, при якому механізм сек'юритизації використовується для зниження кредитних ризиків і підвищення кредитної активності банків.

The article studied the world experience in the use of asset securitization, the features of the use of traditional and synthetic securitization. Identify their benefits and potential risks. Studied the basic tools that are used: Mortgage-Backed Securities (MBS) and Asset-Backed Securities (ABS). The main attention is focused on the European market, features of that became the reason use of booms, which correspond to synthetic securitization – collateralized debt obligations (CDO). Studied types backed booms that are used in Europe, analyzed the trends of their emissions in the post-crisis period. An approach in which the securitization mechanism used to reduce credit risk and improve the credit activity of banks.

Ключові слова: *сек'юритизація активів, традиційна сек'юритизація, синтетична сек'юритизації, цінні папери забезпечені іпотекою, цінні папери забезпечені активами.*

Keywords: *asset securitization, the traditional securitization, synthetic securitization, mortgage-backed securities, asset-backed security.*

Вступ. У 2015 році в Україні було затверджено Комплексну Програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року, яка визначила основні цілі та завдання реформування фінансового сектору. Одним із заходів у п. А.11 «Упровадити ефективний механізм захисту прав кредиторів та очищення фінансового сектору від фінансових активів» визначено «А.11 Упровадити інститут сек'юритизації проблемних активів фінансових установ». Неоднозначність такого заходу уже знайшла відображення у наукових публікаціях, зокрема у статті В. Корнівської, яка детально вивчає ризики впровадження позабалансової сек'юритизації в Україні [1].

Огляд останніх джерел досліджень і публікацій. Варто зазначити, що використання даного фінансового механізму набуло значного поширення у світовій практиці. Дослідженням цього питання займаються такі науковці, як Е. Девідсон, Х.П. Бер, Е. Сандерс та багато інших. Серед вітчизняних авторів слід відмітити праці О. Євтуха, В. Савича, Н. Ткаченка, згаданої раніше В. Корнівської та інших. Переважна частина вітчизняних досліджень з даного питання зосереджуються на висвітленні переваг механізму сек'юритизації у напрямі залучення фінансових ресурсів та необхідності його розвитку в Україні. Поряд із цим, вказаний механізм має низку потенційних загроз, які досить яскраво проявили себе у період світової фінансової кризи.

Постановка завдання. Тому ми вважаємо за необхідне детально розглянути світовий досвід, насамперед європейський, використання механізму сек'юритизації активів.

Основний матеріал. Розрізняють два типи сек'юритизації активів: реальна та синтетична. Реальна (традиційна) передбачає списання диверсифікованого пулу фінансових активів із балансу підприємства та його передачу спеціально створеній юридичній особі (Special Purpose Vehicle, SPV), що здійснює рефінансування шляхом випуску цінних паперів. Іншими словами, цей механізм передбачає перетворення низьколіквідних активів у цінні папери, що обертаються на міжнародному фінансовому ринку. Така сек'юритизація є більш поширеною в США де, відповідно до Закону Гласса-Стіголла, має місце чітке розмежування кредитно-депозитних та інвестиційних операцій.

Синтетична сек'юритизація використовується в європейських країнах, де законодавство не дозволяє передачу активів третім особам, чи мають місце інші обмеження. Вона може здійснюватись із використання кредитних деривативів і не потребує списання активів з балансу. Синтетична сек'юритизація може здійснюватись як з участю SPV, так і без неї. Базельський комітет з нагляду розглядає синтетичну сек'юритизацію як інструмент управління кредитними ризиками: це «структуровані угоди, в яких банки використовують кредитні деривативи для того, щоб передати кредитний ризик певного пулу активів третім особам, у тому числі страховим компаніям, банкам та іншим особам» [2].

Головна мета традиційної сек'юритизації – залучення дешевих ресурсів для рефінансування, синтетичної – хеджування кредитних ризиків.

У зарубіжній та вітчизняній літературі послідовність здійснення процесу сек'юритизації активів описана достатньо детально, тому ми не будемо на ній зупинятись.

Основними інструментами, що використовуються при цьому є Mortgage-Backed Securities (MBS) – цінні папери забезпечені іпотекою та Asset-Backed Securities (ABS) – цінні папери забезпечені активами. Такий поділ цінних паперів є достатньо умовний, оскільки ABS є збірним поняттям, що об'єднує всі види цінних паперів, що мають забезпечення. Однак, досить часто його використовують, щоб підкреслити наявність забезпечення відмінного від іпотеки. До таких кредитів сьогодні відносять: Automobile Loan-Backed Securities (вимоги по автокредитам), Credit Card-Backed Securities (вимоги по кредитним карткам), Trade Receivables-Backed (вимоги по торговельним кредитам), Securities Lease-Backed Securities (лізингові платежі) [3].

MBS виникли історично першими, ще у 70-х роках ХХ століття в США і розрізняються як RMBS, що забезпечені житловою нерухомістю і CMBS, що забезпечені комерційною нерухомістю. Відповідно до емітента, MBS класифікуються на дві групи: agency та non-agency. Тобто цінні папери, що випущені однією із трьох відомих квазі-державних установ Government National Mortgage Association, Federal National Mortgage, та Federal Home Loan Mortgage Corp., відносяться до категорії «agency MBS», а ті що емітовані іншими установами – «non-agency MBS». Цінні папери, що випускаються неагентами не гарантуються урядом США, і досить часто склалися із пулів позичальників, які не відповідають стандартам квазі-державних установ. До останніх відносяться і т.з. субстандартні кредити (високоризиковані іпотечні кредити subprime), активна емісія яких, по-суті, стала каталізатором кризи 2008 року [4].

Subprime ринок охоплює іпотечне кредитування позичальників з високим рівнем ризику і низьким рівнем доходів. Залучення таких позичальників здійснювалося американськими банками з метою розширення клієнтської бази за різкого зниження облікової ставки. У 2004 року облікова ставка знизилася до безпрецедентно низького рівня – 1%, однак уже у 2006 році вона склала 6,25% [5]. В умовах плаваючої ставки по кредитах, позичальники сектору субстандартного кредитування не змогли вплачувати борги перед кредиторами, що привело до зниження кількості продажів нерухомості та зниження її ціни. У цілому, надмірний розвиток сек'юритизаційних процесів створив умови для кризи через фундаментальні зрушення у базових основах функціонування системи фінансового посередництва. Насамперед ідеться про вимоги ліквідності банківських установ. Можливості сек'юритизації кардинально змінили формат банківської діяльності, адже відбувається перетворення неліквідних активів у ліквідні.

У результаті рейтингові агентства Moody's та S&P оголосили про сукупне зниження вартості облігацій subprime на 12 млрд. долл., що привело до панічної реакції на фондовому ринку, банкрутства декількох хедж-фондів, інвестиційних банків та в цілому знизило вартість компаній, що були залучені до операцій на вторинному іпотечному ринку.

Кризові явища на американському ринку почалися у 2007 р., на європейському – у 2008 р. Скорочення європейського ринку сек'юритизації не було таким колосальним, як американського, адже він ще був у стадії розвитку. У 2007 р. обсяги американського ринку досягали 6,5 трлн дол. США, це був найбільший ринок цінних паперів з фіксованим доходом, ринок же корпоративних облігацій у цей період становив 5,4 трлн дол. США, ринок казначейських цінних паперів – 4,3 трлн дол. США. Найнижчий же об'єм американського ринку сек'юритизації був зафіксований у 2008 р. і нараховував близько 933 млрд. євро, тобто ринок скоротився практично втричі і повернувся до рівня 2000 р. [6].

Розвиток європейського ринку сек'юритизації розпочався у кінці 1990-х років. Основною рушійною силою його розвитку став попит інвесторів, а не державний вплив, як у випадку США. Найбільше зростання ринку відбувалося в тих країнах, де активно зростали ринки житла та, відповідно, ціни на нього.

Поряд із традиційними цінними паперами в Європі стали випускати цінні папери, що відповідають синтетичній сек'юритизації (collateralized debt obligation, CDO) облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями. CDO є похідним фінансовим інструментом (кредитний дериватив), який дає змогу сек'юритизувати пул різноманітних боргових активів за допомогою емісії облігацій за рахунок грошових потоків, що генеруються такими активами. Залежно від виду базового активу розрізняють:

- CBO (collateralized bond obligation) – облігації, забезпечені іншими корпоративними облігаціями;
- CLO (collateralized loan obligation) – облігації, забезпечені портфелем банківських кредитів;
- CFO (collateralized fund obligation) – облігації, забезпечені зобов'язаннями хедж-фондів, фондів

прямих інвестицій, венчурних фондів [7].

Стрімке зростання європейського ринку сек'юритизації відбувалося із 1996 по 2004 роки. Якщо у 1996 році об'єм ринку складав близько 38 млрд. євро, то до 2004 року обсяг емісії цінних паперів, забезпечених активами, перевищив відмітку 240 млрд. євро. Зростання ринку відбувалось до 2009 року, тобто до початку фінансової кризи. Показники випуску цінних паперів в Європі показані на рисунку 1, обсяги сек'юритизації в Європі та США у до кризовий та кризовий періоди на рисунку 2.

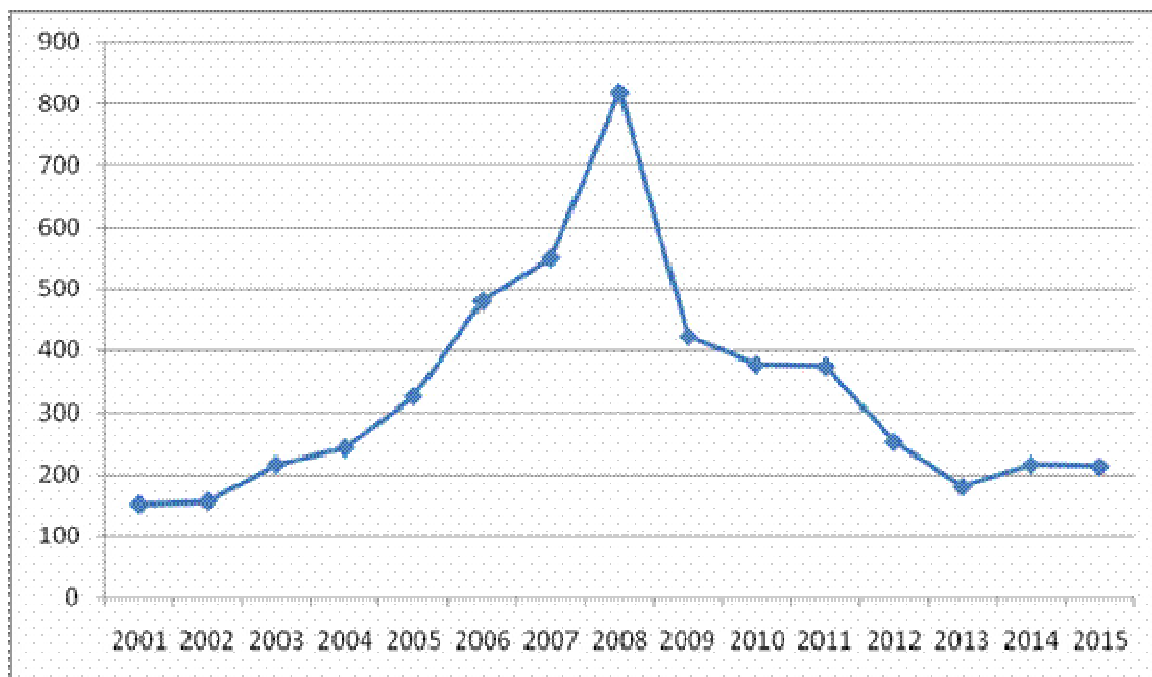


Рис. 1. Загальноєвропейський випуск цінних паперів (млрд. євро) [10]

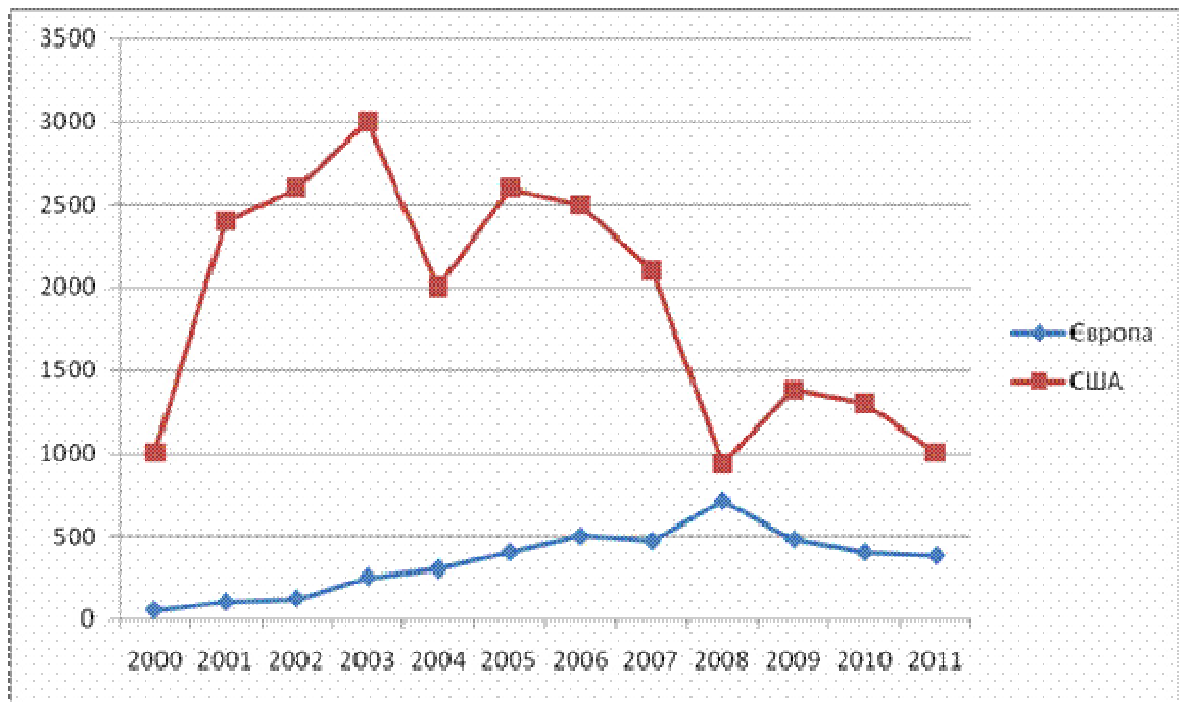


Рис. 2. Обсяг ринку сек'юритизації в Європі та США (млрд. євро) [6]

Сьогодні ринок сек'юритизації в ЄС перебуває у стані повільного розвитку: обсяги емісії дещо зростають, але ці показники далекі від передкризових. Обсяги емісії забезпечених цінних паперів в Європі представлені у таблиці 1.

Таблиця 1.

Емісія забезпечених (колатералізованих) цінних паперів у Європі (млрд. євро)[6, 8, 9, 10]

	2012	2013	2014	2015
ABS (цінні папери, забезпечені активами)	52,3	71,6	47,6	64,8
CDO (облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями)	0,8	9,2	14,3	14,2
CMBS (цінні папери, забезпечені комерційною нерухомістю)	18,4	9,5	6,1	5,9
RMBS (цінні папери, забезпечені житловою нерухомістю)	119,9	64,9	110,8	101,0

Як можна побачити із таблиці 1 на європейському ринку сек'юритизації домінують житлові MBS (RMBS, Residential mortgage-backed securities). На другому місці є обсяги випуску ABS, тобто цінні папери, що забезпечені активами, на третьому – CDO, які використовуються у синтетичній сек'юритизації. І лише незначну частку складаю є випуск CMBS, тобто цінні папери, що забезпечені комерційними іпотечними кредитами.

Постійними лідерами на європейському ринку є Великобританія та Німеччина, на рисунку 3 можна побачити структуру емісії у розрізі країн.



Рис. 3. Випуск забезпечених цінних паперів у країнах Європи у 2015 році [8]

Сьогодні європейські підходи до сек'юритизації як фактора фінансово-банківської нестабільності змінилися – її почали розглядати як частину антикризових заходів. Вважається, що механізм сек'юритизації може бути використаний для зниження кредитного ризику та повернення до кредитної активності банків. Однак, при цьому не варто забувати, що саме неконтрольоване використання цього механізму стало одним із каталізаторів фінансової кризи. Сек'юритизація спотворює показники ліквідності банків, адже неліквідні кредитні активи, що передаються спеціальній компанії, списуються з балансу банку, покращуючи показники ліквідності. При цьому на фондовий ринок потрапляють активи ABS. Як відмічає автор В. Коренівська, банки перетворюються із основних утримувачів неліквідних активів на їх розповсюджувачів [1].

Висновки. Виходячи із вищесказаного можна зробити такі висновки. Сек'юритизація активів є одним із інструментів, що використовується для посткризового відновлення європейської банківської системи, він може значно розширити можливості щодо кредитування реальної економіки і створити альтернативу банківському кредитуванню. Використання цього інструменту дозволяє знизити залежність банку як від міжбанківського кредитування, так і від рефінансування центрального банку. Крім цього не слід забувати про його важливу соціальну роль, що полягає у здатності знизити вартість кредитних ресурсів.

У той же час даний механізм несе в собі низку потенційних загроз, адже завдяки ньому відбуватися спотворення показників ліквідності банків та поширення неліквідних інструментів. Використання механізму сек'юритизації є доцільним лише за умов високої якості активів, що використовуються. За таких умов виникає необхідність у проведенні об'єктивної оцінки ризиків інвестування та присвоєння кредитних рейтингів цінним паперів, випущених у результаті сек'юритизації активів, а також підвищення транспарентності та доступності інформації для потенційних інвесторів. У цьому напрямку Базельський комітет з банківського нагляду та Міжнародна організація комісій з цінних паперів здійснюють просування концепції ефективної та прозорої сек'юритизації та продовжують розроблення принципів адекватної оцінки загальних ризиків проведення подібних операцій. Ефективність цієї концепції буде досліджуватися нами у подальших роботах.

Література.

1. Коренівська В.О. Ризики впровадження сек'юритизації активів в Україні [Текст] / В. О. Коренівська // Економіка і прогнозування. – 2015. – № 4. – С. 43–56.
2. Section 68, Consultative Document Asset Securitisation // Basel Committee on Banking Supervision, Supporting Document to the New Basel Capital Accord, 2001.
3. Бер, Ханс Пітер. Сек'юритизація активів: сек'юритизація фінансових активів – інноваційна техніка фінансування банків. Х.П. Бер./ пер. з німецького – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
4. Difference Between Agency and Non-Agency Mortgage-Backed Securities [Електронний ресурс]. – Режим доступу – <https://www.thebalance.com/agency-vs-nonagency-mbs-416923>
5. Кузьмичева Д.А. Ипотечный кризис subprime: глобальные последствия и причины / Д.А. Кузьмичева // Аудит и финансовый анализ, 2008. – №1. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу – <http://www.auditfin.com/fin/2008/1/Kuzmicheva/Kuzmicheva%20.pdf>
6. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q1 2012.–[Електронний ресурс]. – Режим доступу – <http://www.sifma.org>

7. Ткаченко Н., Чеховський Д. Сек'юритизація фінансових активів: особливості використання в банківській сфері // Вісник Національного банку України, серпень 2014. – С. 54 – 60.
8. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q4 2013. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу – <http://www.sifma.org>
9. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q4 2014. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу – <http://www.sifma.org>
10. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q4 2015.– [Електронний ресурс]. – Режим доступу – <http://www.sifma.org>

References.

1. Korenivs'ka V.O. (2015) “the risks of securitization in Ukraine”, *Ekonomika i prohnouzuvannia*, vol. 4, pp. 43–56.
2. Basel Committee on Banking Supervision, Supporting Document to the New Basel Capital Accord (2001), Section 68, Consultative Document Asset Securitisation.
3. Ber, Khans Piter (2007), *Securitization of assets: securitization of financial assets - innovative technology for financing banks*, Volters Kluver, Moscow, Russia.
4. “Difference Between Agency and Non-Agency Mortgage-Backed Securities” [Online], available at: <https://www.thebalance.com/agency-vs-nonagency-mbs-416923> (Accessed 4 Feb 2017).
5. Kuz'mycheva D.A. (2008) “Mortgage crisis subprime: global implications and causes”, *Audyt i finansovyj analiz*, vol. 1. [Online], available at: <http://www.auditfin.com/fin/2008/1/Kuzmicheva/Kuzmicheva%20.pdf> (Accessed 10 Feb 2017).
6. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q1 (2012) [Online], available at: <http://www.sifma.org> (Accessed 4 Feb 2017).
7. Tkachenko N., Chekhovs'kyj D. (2014) “Financial assets securitization: features of the use in the banking area”, *Visnyk Natsional'noho banku Ukrainy*, pp. 54 – 60.
8. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q4 (2013), [Online], available at: <http://www.sifma.org> (Accessed 10 Feb 2017).
9. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q4 (2014), [Online], available at: <http://www.sifma.org> (Accessed 10 Feb 2017).
10. AFME, ESF, Securitisation Data Report Q4 (2015), [Online], available at: <http://www.sifma.org> (Accessed 10 Feb 2017).