



УДК 336.7

Корнівська В.О., канд. екон. наук
старший науковий співробітник Інституту економіки
та прогнозування НАН України

РИЗИКИ ВПРОВАДЖЕННЯ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ В УКРАЇНІ

Представлено результати дослідження заходів з упорядкування сек'юритизації активів у європейській системі фінансово-інституційних координат та її спрямування на посткризове відновлення, продемонстровано суперечності цих процесів як у контексті актуального впливу на операційну активність банківських установ, так і в аспекті фундаментальних трансформацій системи фінансового посередництва, що викликані механізмами сек'юритизації. Обґрунтовано висновки щодо, з одного боку, неготовності фінансово-інституційного середовища України до активного використання механізмів сек'юритизації активів, а з іншого – її явної недоцільності в контексті формування основ посткризового розвитку як з формальних причин, так і з причин глибинного фундаментального характеру.

Ключові слова: сек'юритизація, євროзона, суперечності, ризики, український фінансово-інституційний простір.

J E L : E520

Сек'юритизація та її вплив на фінансово-інституційне середовище і монетарну політику описані в значній кількості праць як західних дослідників, так і представників українського наукового дискурсу. Серед них дослідження Е.Альтубаса, Д.Даймонда, П.Дайбвиги, Л.Кендала, Д.Маркеса, Д.Морріса, Р.Раджана, М.Фішмана, Л.Хейсера, О.Бажана, В.Мішенка, С.Науменкової, Н.Ткаченко, О.Яременка та ін. У роботах демонструються основні механізми здійснення сек'юритизації та особливості її використання в банківській сфері, фундаментальні зрушення у циркуляції ліквідності та кредитно-інвестиційній ролі банків у зв'язку з активізацією процесів сек'юритизації, вплив сек'юритизації на монетарне середовище та здійснювану центральними банками грошово-кредитну політику, досліджується кризова динаміка та її головні фактори як у фінансово-інституційному, так і в соціоінституційному контексті сек'юритизації.

Сьогодні з'являється дедалі більше робіт – як теоретико-методологічного, так і науково-практичного характеру, – що демонструють зміну підходів до сек'юритизації, розглядаючи її як частину системи заходів посткризового відновлення, і можна стверджувати, що **західна фінансова політика сьогодні змінює свій вектор – від заходів упорядкування до заходів стимулюючого характеру для розвитку сек'юритизації.**

В умовах розгортання євроінтеграційних процесів через реалізацію основних принципів Угоди про асоціацію України та ЄС у частині впровадження нових фінансових послуг та у зв'язку із реалізацією основних засад "Комплексної програми розвитку фінансового ринку України до 2020 року" активне впровадження сек'юритизації в українському фінансово-інституційному се-

редовищі стає очевидним. Водночас це створює додаткові ризики як інституційного, так і загальноекономічного характеру.

Глосарій банківської термінології (офіційний сайт НБУ) визначає сек'юритизацію (securitization of assets, С.а.) як спосіб трансформування боргових зобов'язань банку у ліквідні інструменти ринку капіталів шляхом випуску боргових цінних паперів, забезпечених пулом однорідних активів. С.а. є позабалансовим джерелом формування фінансових ресурсів банку. Інколи С.а. називають забезпеченням активів або формою фінансування шляхом випуску цінних паперів, забезпечених активами, які генерують грошові потоки. Суть С.а. полягає в тому, що певну частину дохідних активів (іпотечних чи споживчих позик, автокредитів, лізингових активів, комерційної нерухомості, об'єктів застави тощо) банк виводить за свій баланс і здійснює їх рефінансування шляхом емісії цінних паперів, які реалізує на відкритому ринку. Такі цінні папери називають цінними паперами, забезпеченими активами (Asset Backed Securities – ABS). Придбання інвесторами цінних паперів дає їм право на одержання доходу у вигляді фіксованого відсотка, джерелом якого є відсотки та основна сума платежів за сек'юритизованими активами (із грошових потоків активів пулу). Метою С.а. є перерозподіл ризиків шляхом трансформації активів банку в цінні папери на основі рефінансування [1].

Загалом сек'юритизація є процесом, за допомогою якого індивідуальні банківські кредити та інші фінансові активи формуються у пули та стають базовим активом, на основі якого цінні папери емітуються та продаються на вторинному ринку.

У витоків процесів сек'юритизації стояли США, де перші подібні операції були проведені ще у другій половині ХХ ст. Важливим моментом розвитку цього ринку стало те, що держава взяла активну участь у його формуванні через казенні агенції, що випускали відповідні цінні папери та виступали їх гарантом (Федеральна національна іпотечна асоціація Fannie Mae, Федеральна корпорація з іпотечного кредитування Freddie Mac). Функціонування цих установ активізувало цей ринок, який у передкризовому 2006 р. становив 4 трлн дол. США; включаючи як випуски зазначених агенцій, так і інші. У 2007 р. обсяги 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 [2].

Розвиток ринку сек'юритизації в ЄС мав свої особливості: по-перше, він розпочався наприкінці 1990-х, після запуску євро (європейські банки рідко використовували методи сек'юритизації до введення єдиної валюти), при цьому його обсяги з 1999 р. по передкризовий 2006 р. зросли в 4 рази, по-друге, він не був пов'язаний із функціонуванням державних органів [2]. Важливо також, що, як і всі європейські процеси фінансово-інституційного характеру, сек'юритизація стала як відповіддю на глобальні тенденції, так і шляхом до більшої інтеграції в ЄС та єврозоні [2].

Причини появи та активного розвитку сек'юритизації в зоні євро були пов'язані з трьома основними факторами: збільшенням попиту інвесторів; технологічними і фінансовими інноваціями і власне введенням євро. Р.Раджан [3], доводить, що зростання попиту на цінні папери, забезпечені активами (ABS),

стимулювали інституційні інвестори, адже вони були готові і здатні інвестувати в кредитний ризик. Як показує Раджан, ABS були цікаві, оскільки мали високий рейтинг і забезпечували додаткову прибутковість, вищу за вкладення в державні цінні папери. Крім того, ці цінні папери пропонували компроміси в контексті ризику та прибутків, адже представляли різні види активів і тому могли бути ранжовані за класом активів, сектором та країною походження і таким чином задовольняли інтереси різних інвесторів.

Якщо подивитися на участь країн євросони у сек'юритизації у докризовому періоді (рис.), то найбільш активними учасниками цього процесу в 2005 р. були Нідерланди – 27% випуску євросони, Іспанія – 27%, Італія – 22%, Німеччина – 11%, Франція – 5%, Португалія – 5%. Найбільше зростання ринку відбувалося в тих країнах, де активно зростали ринки житла та, відповідно, ціни на нього.

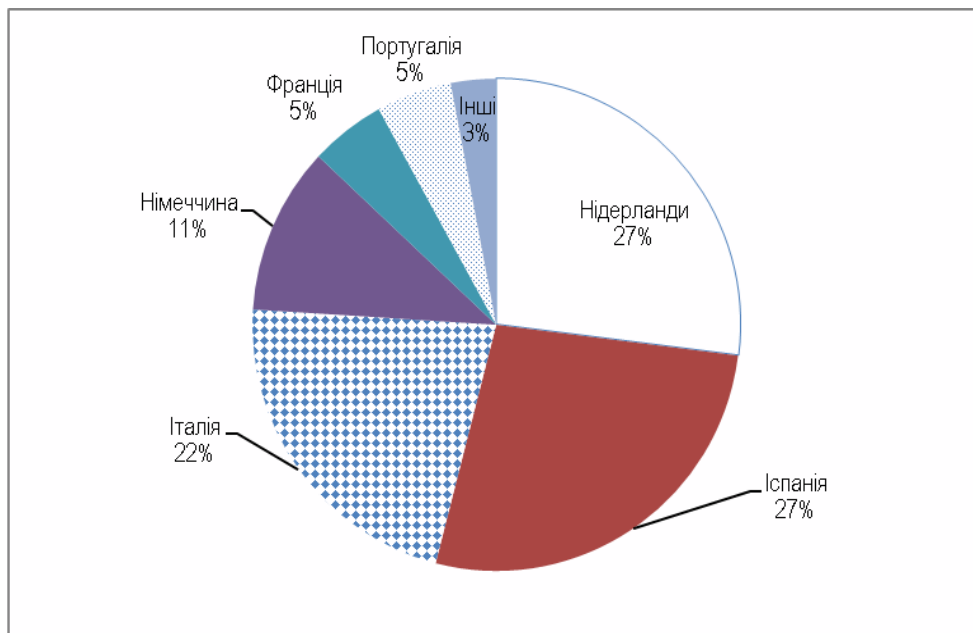


Рис. Частка країн у загальному випуску сек'юритизованих цінних паперів у євросоні у 2005 р., %

Джерело: Altunbas Yener, Gambacorta Leonardo and MarquésDavid. Securitisation and the bank lending channel [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecbcf_cbfm/Marques_Presentation.pdf?11ce278a96f251ab1b85d5cdfb8c47b3

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 змінюють формат банківської діяльності, адже "будь-який неліквідний актив стає ліквідним" [4] шляхом емісії відповідних цінних паперів. Тому основним завданням стає не менеджмент у контексті досягнення необхідних показників ліквідності, а їх штучне формування в процесі сек'юритизації: неліквідні кредитні активи формуються в пули, передаються спеціальній компанії, що є емітентом цінних

паперів ABS, списуються з балансу банку, покращуючи показники ліквідності, та стають базою для емісії цінних паперів, які значно ліквідніші за базовий актив, що лежить в їхній основі.

Таким чином, неіснуюча до сек'юритизації ліквідність виникає як мінімум двічі: у банківській системі, що "позбулася" кредитів, і на фондовому ринку, що отримав фінансовий актив ABS.

Банки при цьому із основних утримувачів неліквідних активів (скажімо, довгострокових кредитів) ставали їх основними розповсюджувачами [2]. І не тільки в цьому аспекті банки трансформували базові принципи свого існування: вони вже не брали додатковий ризик ліквідності на себе, а ставали розповсюджувачами ризиків. Крім того, сек'юритизація поширює кредитні відносини національного характеру на весь глобальний фінансовий простір шляхом емісії сек'юритизаційних цінних паперів, що пропонуються міжнародним інвесторам, таким чином ризик національного характеру стає глобальним [4].

У процесі боротьби з кризовими тенденціями проявилось й те, що у витоків фінансово-банківської нестабільності стоять не тільки механізми сек'юритизації як такої, а й те, що вона є наріжною складовою функціонування тіньової банківської системи, яка необмежено та неконтрольовано "вирощує" глобальний ризик фінансової нестабільності. Рада з фінансової стабільності (The Financial Stability Board (FSB)) ухвалила подвійну стратегію щодо тіньової банківської системи: по-перше, розробила механізм моніторингу для підвищення спроможності національних властей відстежувати зміни в тіньовій банківській системі з метою виявлення нарощування системних ризиків і коригування дій у разі потреби; по-друге, координує розроблення політики в п'яти сферах, де нагляд і регулювання необхідно зміцнити для зменшення системних ризиків, у тому числі для підвищення прозорості та узгодження стимулів сек'юритизації [5].

Водночас, усвідомлюючи масштаби цієї системи фінансових інститутів, регуляторні органи можуть лише спостерігати за її діяльністю та зважати на неї, намагаючись створити певні нормативні рамки, втім повністю обмежити її поки неможливо, як і її складову частину – сек'юритизацію. Тому можна вважати, що *впровадження заходів з упорядкування сек'юритизації, створення нових критеріїв її діяльності та спроби її спрямування на посткризове відновлення були зумовлені саме усвідомленням неможливості повного виключення операцій сек'юритизації із системи фінансово-економічних зв'язків.*

Дані свідчать [6], що за період кризи ринок сек'юритизації в ЄС зменшився: так, заборгованість з ABS в ЄС у 2013 р. становила близько 1500 млрд євро, або близько однієї чверті від розміру ринку ABS США. З моменту свого піку в 2009 р. сума заборгованості зменшилася на третину, або на 750 млрд євро. Житлові іпотечні цінні папери (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) на сьогоднішній день є найбільшим сегментом сек'юритизації, що становить 58%; цінні папери суб'єктів малого та середнього бізнесу (SME ABS) їм поступаються – лише 8% ринку. Найбільші емісії ABS відбуваються у Великій Британії, Нідерландах, Іспанії та Італії. У докризовому 2006 р. усі основні випуски були розміщені серед кінцевих інвесторів та інших банків;



до 2009 р. значні обсяги ABS були розміщені як застава по операціях з центральними банками. Наразі, незважаючи на деякі поліпшення, обсяги публічної емісії залишаються дуже низькими і зосереджені в невеликій групі країн, таких як Німеччина, Нідерланди та Велика Британія.

Сьогодні ринок сек'юритизації в ЄС перебуває у стані повільного розвитку: обсяги емісії дещо зростають, але ці показники далекі від передкризових. Значною мірою це відображає поточні умови, в тому числі: наявність дешевого фінансування з інших джерел, що стримує емісію ABS; макроекономічна слабкість у ряді європейських країн, що посилює побоювання інвесторів стосовно майбутньої якості активів, які є базою для ABS; низький попит на кредити.

При цьому слід усвідомлювати ключову диспропорцію щодо співвідношення кредитування та сек'юритизації в ЄС: як свідчать дані ЄЦБ (табл.), кредитування в 2014–2015 рр. продовжувало зменшуватись, тоді як обсяги сек'юритизації повільно, але зростали. Інакше кажучи, кредитна активність падала, а активність на ринку трансформації ризиків і диверсифікації джерел фінансування (отримання ліквідності) поступово зростала, що свідчить про триваючу тенденцію непродуктивності банківської системи, адже шляхом сек'юритизації вона отримувала додаткові вливання ліквідності, які, тим не менше, не були використані для кредитування реальної економіки.

Таблиця

Річні зміни показників монетарного розвитку в єврозоні, %

Показник	Листопад 2014	Грудень 2014	Січень 2015	Листопад 2014 р. – січень 2015 р.
M3	3,1	3,8	4,1	3,6
M1	6,9	7,9	9	7,9
Кредити приватному сектору	-0,9	-0,5	-0,1	-0,5
Кредити приватному сектору для продажу та сек'юритизації	-0,2	0,2	0,5	0,2

Джерело: за даними офіційного сайту ЄЦБ: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <https://www.ecb.europa.eu/press/pdf/md/md1501.pdf>

У довгостроковому контексті тільки стійке відновлення європейських країн, структурне реформування можуть стати основою для зниження кредитного ризику та повернення до кредитної активності банків, утім у ЄС сьогодні вважається, що влада може допомогти цьому процесу шляхом стимулювання сек'юритизації.

Сьогодні європейські підходи до сек'юритизації як фактора фінансово-банківської нестабільності змінилися – її почали розглядати як частину антикризових заходів. Так, вважається, що належним чином структурована і регульована сек'юритизація може диверсифікувати джерела фінансування для банків і передати кредитний ризик небанківським фінансовим установам, тим самим покращуючи показники капіталу банку, що в свою чергу розширить можливості для кредитування реальної економіки, крім того, вважається, що вона може доповнювати інші довгострокові оптові джерела фінансування для реального сектора економіки, у тому числі для малих і середніх підприємств (МСП) [7]. Сьогодні у ЄС за підтримки G20 та МВФ достатньо активно просувається ідея високоякісної сек'юритизації. І цікаво,

що аргументація на користь сек'юритизації базується на її фундаментальних ознаках, які стали причиною кризи. Тому важливо усвідомлювати її визначальну суперечливість та істинні мотиви активної реабілітації сек'юритизації в Європі.

Спільна аргументація ЄЦБ та Банку Англії така [6]: відповідально розроблені механізми емісії та обертання ABS збільшують ефективність розподілу ресурсів в економіці та забезпечують кращий розподіл ризиків. Це можливо шляхом перетворення неліквідних активів у більш ліквідні папери, які можуть бути продані інвесторам, таким чином, дозволяючи оригінаторам отримати фінансування і передати частину вихідного ризику, в той час як інвестори, які купують такі папери, можуть диверсифікувати свої портфелі в контексті ризику і прибутковості. Це може призвести до зниження вартості капіталу, вищого економічного зростання через посилення кредитування і більш широкого розподілу ризиків.

Тут одразу ж слід звернутися до досліджень, опублікованих у період активної фази розгортання кризи, які показували, що сек'юритизація дійсно може сприяти економічному зростанню шляхом сприяння кредитуванню в економіці, але ця тенденція характерна саме для періоду економічного піднесення [2], отже, сек'юритизація – це проциклічний і надто суперечливий інструмент, умови використання якого значно залежать від суб'єктивних мотивацій економічних агентів щодо надмірного прагнення ліквідності, і саме цей фактор спровокував кризові тенденції. Крім того, не слід забувати, що розвиток процесів сек'юритизації активів призвів до зміни фінансово-інституційного статусу банку як такого: з фінансового посередника, який, організовуючи депозитно-кредитний процес, трансформує ліквідність від суб'єктів з профіцитом бюджету до суб'єктів із його дефіцитом, при цьому приймаючи на себе ризики, він перетворився на суб'єкта, що знімає ризикові активи зі свого балансу, передаючи їх фінансовій системі загалом. Крім того, як ми показали, в результаті активного розвитку ринку сек'юритизації трансформувалося поняття ліквідності для банків, адже будь-який неліквідний актив може стати таким, що торгується, при цьому зростає системний ризик через об'єктивну неліквідність активів в умовах їх високої штучної ліквідності, що зумовлює неадекватну оцінку ризиків, зростання ризику дефолту та виникнення системного ризику через глобальний характер процесів сек'юритизації. Тому подальша аргументація ЄЦБ та Банку Англії щодо можливості зниження системного ризику в процесі сек'юритизації потребує уточнення. Сьогодні вважається, що сек'юритизація – як складова системи диверсифікації фінансування діяльності банку – дозволяє знизити залежність банку як від міжбанківського кредитування, так і від рефінансування центрального банку, знижуючи тим самим системний ризик [6]. Водночас слід брати до уваги, що це можливо тільки за умов підвищувальної стадії циклу, в умовах рецесії банківська система може залишитися практично нейтральною щодо мінімізації системного ризику, адже навіть отримавши додаткове джерело фінансування звичайної діяльності, банківська система може не збільшувати кредитування, а направляти додаткові ресурси на прибуткові ризикові операції валютного та фондового ринку, збільшуючи загальний ризик у системі.



Наступний аргумент ЄЦБ та Банку Англії [6] полягає в тому, що сек'юритизація є також важливим механізмом забезпечення цільового фінансування для різних видів економічної діяльності. Але слід уточнити – за умов загальної високої культури кредитування та відсутності проблеми зростання кредитів, що не обслуговуються.

Як вважають представники ЄЦБ та Банку Англії [6], у контексті потреб центральних банків сек'юритизація може відігравати важливу роль у підтримці грошово-кредитної та фінансової стабільності. В умовах слабкого макроекономічного середовища висока якість ABS може підтримувати трансмісію грошово-кредитної політики, коли канал банківського кредитування порушений. Разом із тим існують дослідження, які доводять, що сек'юритизація сама порушує канал банківського кредитування: банки, активні на ринку сек'юритизації, водночас більш ізольовані від змін грошово-кредитної політики. Розрахунки показують, що банки, які сек'юритизували близько чверті активів, були найменш чутливими до змін грошово-кредитної політики [2].

Характеризуючи канал банківського кредитування та ідентифікуючи проблему трансмісії, дослідники відзначають, що попит на кредитування мало залежить від монетарної влади, тоді як пропозиція перебуває у значній залежності, причому визначальну роль відіграють фактори розміру банку, ліквідності та капіталізації. Тому поведінка банків у контексті кредитування в разі впровадження більш жорсткої монетарної політики буває різною залежно від зазначених факторів – так, зменшення пропозиції на ринку кредитування більш характерне для: маленьких банків, чие фінансування залежить лише від депозитів; менш ліквідних банків; погано капіталізованих банків, які не мають доступу на ринок незабезпеченого кредитування [2].

Розвиток сек'юритизації змінив дію каналу банківського кредитування. Так, індикатор розміру банку сьогодні менше впливає на процеси зміни кредитної пропозиції, адже шляхом сек'юритизації обсяги кредитів на балансі банку можна зменшити, значно покращивши показники, що обмежують подальші процеси кредитування. Сек'юритизація впливає на ліквідність банку через короткостроковий приплив коштів, викликаний продажем кредитів та емісією цінних паперів, отже, сек'юритизація змінює стандарти ліквідності. Сек'юритизація може також зменшити нормативні вимоги до капіталу, адже передача кредитів з балансу банку зменшує обсяги резервування. Отже, сек'юритизація надає банкам додаткову гнучкість в умовах змін грошово-кредитної політики [2], іншими словами, вони стають більш ізольованими від змін грошово-кредитної політики, автономними одиницями фінансового ринку.

Важливо також, що така автономність порушує фундаментальні зв'язки банківських установ на міжбанківському ринку, адже в умовах активного розвитку сек'юритизації як альтернативного шляху отримання фінансування актуальність міжбанківського ринку перебуває під питанням, таким чином і оцінки стану попиту та пропозиції, відсоткових ставок як фундаментальних показників монетарного становища стають неадекватними, спотвореними, що перешкоджає реалізації ефективної грошово-кредитної політики.

Цікавим є також сучасний європейський погляд на сек'юритизацію як таку, що має "довгострокову соціальну вартість". Зокрема, сек'юритизація може

дозволити банкам кредитувати без підтримки високого рівня капіталу і тим самим забезпечити непрямий доступ на ринок для груп позичальників, які в іншому випадку не в змозі бути активними користувачами банківського кредитування, наприклад, для малих і середніх підприємств [7]. Отже, сьогодні в Європі активно розгортається процес реабілітації сек'юритизації, спроба виправити її негативну репутацію серед інвесторів і подолати консерватизм серед регуляторів і розробників стандартів.

Для формування ефективного ринку сек'юритизації, усунення конфлікту інтересів та адекватної оцінки ризиків у ЄС були впроваджені заходи, спрямовані на мінімізацію інформаційної асиметрії, що виникає у процесі сек'юритизації, введені правила оцінки ризику (Risk Retention Rule), ініційовані нововведення в законодавство щодо рейтингових агенцій ЄС, що робить їх більш прозорими і підзвітними (2013 р.) [6].

Було впроваджено також ряд ініціатив інформаційного характеру для поліпшення функціонування ринку сек'юритизації в ЄС. Наприклад, значні кроки було зроблено для формування єдиної інформаційної бази про кредитні рівні основних активів ABS по всій Європі через обмін даними між Євросистемою та Банком Англії. Тепер у активі регуляторів є повна інформація про кредитні рівні цінних паперів ABS, що дозволяє запобігти використанню активів низької якості. Інформація про кредитні рівні також полегшує оцінку ризику центральними банками при здійсненні операцій рефінансування, коли контрагенти використовують цінні папери ABS як заставу в кредитних операціях центрального банку. Зазначені кроки поступово зумовили підвищення рівня прозорості та стандартизації на ринках структурованих цінних паперів, при цьому рівень проблемних ABS в Євросистемі в липні 2013 р. скоротився з 16 до 10%. Присутні також ініціативи щодо забезпечення загальнодоступної інформації про продуктивність активів, основні параметри угод і грошових потоків, пов'язаних з виконанням угоди. У 2013 р. Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) та Європейський інвестиційний фонд (ЄІФ) започаткували загальноєвропейську схему, щоб збільшити свою участь у процесах сек'юритизації. "Ініціатива ABS Групи ЄІБ для малих і середніх підприємств" передбачає зростання обсягів емісії цінних паперів, випущених під кредити малим та середнім підприємствам. Нарешті також були запропоновані пан'європейські й національні ініціативи приватного сектора щодо підвищення прозорості та стандартизації у сек'юритизації [6].

Європейські ініціативи щодо відновлення ринку сек'юритизації пов'язані насамперед із тим, щоб розрізнити між собою прозору та відповідальну сек'юритизацію та складні фінансові інструменти. В цьому контексті, зокрема, важливі останні рішення Європейської адміністрації зі страхування та пенсійного забезпечення (European Insurance and Occupational Pensions Authority) стосовно введення відмінності між сек'юритизацією типу А (що потребує більш жорсткого регулювання) і типу В [6].

На сьогодні систематизоване уявлення про сек'юритизацію нового формату представлено так званою "простою, прозорою та стандартизованою" (ППС) сек'юритизацією, яка розглядається як важлива складова формування єдиного ринку капіталу ЄС. Головні підходи щодо неї продемонстровано у спільному документі ЄЦБ та Банку Англії, опублікованому в 2015 р. [8]. Цей документ



став результатом активних консультацій, розпочатих у 2014 р. Банком Англії та ЄЦБ з представниками фінансового ринку шляхом публікації дискусійного документа стосовно кращого функціонування ринку сек'юритизації. Дослідження показало, що респонденти загалом підтримували концепцію про нові принципи сек'юритизації.

Істотного прогресу вже досягнуто як на міжнародному рівні, так і на рівні ЄС для розроблення критеріїв, які могли би бути використані для ідентифікації ППС сек'юритизації. Так у 2014 р. Комісія прийняла нові вимоги щодо коефіцієнтів платоспроможності та ліквідності [9] в контексті виявлення ППС сек'юритизації. У 2016 р. Базельський комітет продовжить розроблення принципів операційної активності фінансових посередників, що реалізують ППС сек'юритизацію, та їх взаємодії з ринком страхування для адекватної оцінки загальних ризиків проведення подібних операцій.

Важливим моментом нових підходів до проведення операцій з емісії та подальшого продажу цінних паперів ABS є фактор "утримання ризику", який є умовою вирівнювання інтересів як самого банку-оригінатора, компанії, що емітує папери ABS, так і інвесторів. У цьому контексті законодавчі нововведення стосуються *паритетного розподілу ризиків між усіма учасниками*. Водночас для інвестора головним фактором участі у сек'юритизації є транспарентність, узгодженість та доступність інформації про умови операції та її базові активи. В цьому контексті важливим моментом для ЄС є узгодження національних вимог про конфіденційність інформації щодо клієнтів банків із наднаціональними цілями побудови єдиної інформаційної бази щодо суб'єктів малого та середнього бізнесу, яка спростить доступ останніх до банківського кредитування, підвищить прозорість як операцій кредитування, так і наступної сек'юритизації.

Процес упровадження нових принципів сек'юритизації та правозастосування буде пов'язаний зі створенням відповідного наглядового органу, що здійснюватиме санкціонування учасників сек'юритизації, де критерії ППС не виконуються.

Систематизуючи основні актуальні підходи та тенденції, слід зробити такі висновки. Сучасний західний погляд на сек'юритизацію полягає в реабілітації цього процесу та спрямуванні його на посткризове відновлення. В цьому контексті основним завданням регуляторного характеру вважається формування ефективних та обачливих стимулів операційної активності операторів ринку сек'юритизації. При цьому червоною ниткою крізь заяви офіційних осіб наднаціональних органів регулювання як європейського, так і глобального рівня проходить, що контркризове реформування не повинно ставати на заваді сек'юритизації [6]. Для цього вже в 2013 р. як на рівні ЄС, так і на рівні міжнародних регуляторів (BCBS¹ та IOSCO²) було поставлено завдання просувати концепцію ефективною та прозорою сек'юритизації. Всі регуляторні нововведення мають стосуватися вирішення проблеми нормативної невизначеності щодо розрізнення угод високої якості від складних структурованих операцій

¹ Basel Committee on Banking Supervision – Базельський комітет з банківського нагляду.

² International Organization of Securities Commissions – Міжнародна організація комісій з цінних паперів.

сек'юритизації. В цьому контексті на центральні банки мають бути покладені зобов'язання щодо формування критеріїв оцінки якості активів, які стають базовими для подальшої сек'юритизації. *При цьому активи мають бути такими, що мають прогнозовану дохідність, вільні від конфлікту інтересів і поширені серед учасників ринку.*

Головне завдання ринку сек'юритизації – диверсифікація джерел фінансування для банків, зменшення напруги на ринку міжбанківського кредитування та забезпечення стійкості банківської системи шляхом передачі кредитного ризику від банківського сектора до небанківського.

Для ЄС сек'юритизація – це перш за все спроба відновити роботу на ринку кредитування "сплячої" європейської банківської системи, яка навіть в умовах низьких ставок та високого рівня рефінансування не відповідає потребам реальної економіки щодо кредитного забезпечення. Крім того, сьогодні вона розглядається як один із шляхів формування Союзу ринків капіталу в ЄС і має служити цілям більшої інтеграції в європейському фінансово-інституційному просторі. Для європейської грошово-кредитної практики сек'юритизація має стати шляхом до гармонізації ролі центрального банку як кредитора банківської системи, адже на сьогоднішній день вплив держави на фінансові процеси досить суперечливий: високий рівень фінансових вливань у банківську систему не покращує рівня кредитування реальної економіки. В ЄС також вважається, що сек'юритизація, яка організується через не банківські фінансові установи, може значно розширити можливості щодо кредитування реальної економіки і створити альтернативу банківському кредитуванню.

Тепер проаналізуємо підходи до сек'юритизації в Україні. Науково-теоретичний напрям сьогодні представлений багатьма роботами, які, досліджуючи західний досвід впровадження сек'юритизації, систематизують всі її плюси та мінуси в контексті впливу на розвиток фінансового сектора та обґрунтовують можливості її функціонування в українській системі координат. Практичний досвід впровадження сек'юритизації в Україні досить обмежений. Як свідчать дослідження, перші операції сек'юритизації були проведені у 2006 р. Комерційний банк "Дельта", який спеціалізувався на наданні споживчих кредитів у торговельних точках, розмістив свої облігації на суму 150 млн грн. Забезпечення емісії цінних паперів становив портфель роздрібних кредитів. Другим став Приватбанк, який розмістив єврооблігації на 171 млн дол., забезпечені відповідним портфелем доларових іпотечних кредитів. Першу емісію іпотечних облігацій на суму 50 млн грн та їх розміщення у березні 2007 р. здійснив Укргазбанк. Загальний обсяг проведених операцій із сек'юритизації активів в Україні дещо перевищував 250 млн дол. США [10].

Отже, сек'юритизація в Україні не досягла таких розмірів, щоб можна було оцінити ефекти її впровадження, та не створила ризикових умов, як це сталося в західній практиці. Український банківський та фондовий простори не мають негативного досвіду сек'юритизації, що робить їх певною мірою беззахисними перед її вадами, які можна побачити тільки, якщо досліджувати її фундаментальні основи. Тому сьогоднішнє просування сек'юритизації у фінансово-інституційному просторі України має бути скрупульозно оцінено насамперед у контексті можливих ризиків.



Досліджуючи фактори, що посилюють імовірність розвитку сек'юритизації в Україні, слід усвідомлювати, що вони є як екзогенного походження, так і суто ендогенного.

По-перше, одним з головних факторів виступає імплементація Угоди про асоціацію України та ЄС в український фінансово-інституційний простір. Так, ст. 125 підрозділу 6 розділу IV уводиться поняття "нової фінансової послуги" – це послуга фінансового характеру, зокрема послуга, що пов'язана з існуючими та новими інструментами або зі способом постачання таких інструментів, які не надаються будь-яким постачальником фінансових послуг на території однієї зі Сторін, але які надаються на території іншої Сторони [11]. Зобов'язання сторін щодо її впровадження вводяться ст. 128: "Кожна Сторона дозволяє постачальникам фінансових послуг іншої Сторони, заснованим на території цієї Сторони, надавати будь-яку нову фінансову послугу, подібну до тих послуг, які ця Сторона дозволила б надавати власним постачальникам фінансових послуг згідно з національним законодавством у подібних умовах. Сторона може самостійно визначити юридичну форму надання послуги та може вимагати попереднього отримання дозволу на надання такої послуги. У разі, якщо отримання дозволу є необхідним, відповідне рішення має бути прийняте протягом обґрунтованого періоду часу, а підставою відмови у дозволі на надання послуг може бути тільки підстава, визначена у статті 126 цієї Угоди" [11].

Наразі в Україні не існує відповідних окремих законодавчих актів, що обґрунтовували б та регламентували сек'юритизацію як таку. Вона в принципі не виходить за межі правового поля, але й певних чітких нормативних рамок для неї немає. Водночас активний рух України до європейського фінансово-інституційного простору означатиме й розвиток актуальних європейських фінансових інструментів, які через незавершеність процесу інституціоналізації будуть імплементуватися в несформовану систему фінансового посередництва, не готову до активного впровадження складних фінансових інструментів.

Щодо ендогенних причин розвитку сек'юритизації в Україні, то необхідність її впровадження була задекларована в Комплексній програмі розвитку фінансового сектора України до 2020 року, затвердженій Постановою Правління НБУ від 18.06.2015 № 391. Зокрема одним із заходів у ній зазначається впровадження інституту сек'юритизації проблемних активів фінансових установ. Специфіка впровадження сек'юритизації в українському фінансово-інституційному середовищі базується на систематизованих аналітичних оцінках, так, у 2014 р. Інститутом економічного розвитку України було опубліковано дослідницький матеріал стосовно продажу проблемних кредитів банків [12], де, зокрема, доводиться, що сек'юритизація є одним із шляхів вирішення проблеми зростання безперспективних банківських кредитів. Цитуємо: "Значним негативним наслідком широкомасштабної фінансово-економічної кризи в Україні залишається суттєве погіршення банківських балансів в результаті зростання частки проблемних кредитів та величини сформованих резервів за ними. Українським банкам, за висновками експертів рейтингового агентства Fitch, поки не вдалося домогтися прогресу в скороченні обсягів проблемних кредитів. Частка безперспективних кредит-

них активів у портфелі банків залишається на рівні 45–50%. Так, за підсумками II кв. 2014 року загальна кількість недіючих (проблемних) кредитів по всій банківській системі України становила 47,02%. Тобто загальна сума проблемних активів зараз становить 240 млрд гривень". І далі: "На сучасному етапі, коли існуючі методи управління проблемними кредитами не зменшують їх обсяги на балансах банків, є потреба у використанні сек'юритизації активів як сучасного інструменту управління проблемними кредитами банків шляхом створення Фонду проблемних кредитів. При реалізації проблемних кредитів банківськими установами через такий фонд на засадах сек'юритизації активів банки покращують свій баланс, реалізуючи такі кредити і не формуючи при цьому резервів, водночас зменшуючи суму оподаткованого прибутку через віднесення суму дисконту по цій операції на валові витрати." Інакше кажучи, підходи до сек'юритизації в Україні занадто утилітарні – вона сприймається як спосіб вирішення проблеми "поганих" активів та покращення банківських балансів. Такий спрощений підхід може обернутися для української банківської системи зростанням ризиків як у короткостроковому, так і в довгостроковому періодах.

Висновки

Зважаючи на досвід розвитку сек'юритизації в західній практиці та актуальні тенденції впровадження нових підходів до її функціонування в ЄС, слід зробити висновки щодо: з одного боку, неготовності фінансово-інституційного середовища України до активного використання механізмів сек'юритизації, а з іншого – її явної недоцільності в контексті формування основ посткризового розвитку як з формальних причин, так і з причин глибинного фундаментального характеру.

1. По-перше, українське фінансово-інституційне середовище не відповідає вимогам стосовно впровадження сек'юритизаційних схем, для яких, як свідчить західний досвід, необхідні розвинений транспарентний фондовий ринок, розвинений ринок небанківських фінансових послуг, стабільний страховий ринок, розвинена система рейтингування на фінансовому ринку, єдина ефективно функціонуюча інформаційна база кредитних історій.

2. По-друге, сучасні західні та українські підходи до сек'юритизації кардинально відрізняються: беручи до уваги досвід формування кризових тенденцій, що були пов'язані зі списанням "поганих" активів з балансів банків шляхом сек'юритизації, актуальні нормативні підходи до її реалізації в ЄС змінюються, й її провідники наполягають *на високій якості активів, що беруть участь у сек'юритизації*. Тому очевидно, що українські підходи до цільових функцій зазначеної системи фінансових інструментів в контексті відповідності актуальній західній практиці виглядають суперечливо, адже в нашій системі фінансових координат пропонується саме розвиток *сек'юритизації "поганих" активів*. І у цьому контексті виникає питання, хто прийматиме на себе додаткові ризики, що виникають як у зв'язку із акумуляцією "поганих" кредитів, так і впровадженням нових фінансових інструментів? Крім того, українські підходи до сек'юритизації чітко обмежують її функціонування в контексті попиту на подібні фінансові інструменти банківської системи, яка потребує очистки балансів, тоді як західна практика розглядає сек'юритиза-



цію в контексті попиту не тільки банків, а й небанківських фінансових установ, що потребують диверсифікації інвестиційних вкладень шляхом придбання надійних цінних паперів.

3. По-третє, як свідчать дослідження західних науковців, сек'юритизація – це проциклічний та надто суперечливий інструмент, вона дійсно може сприяти економічному зростанню шляхом активізації кредитування в економіці, але ця тенденція характерна саме для періоду економічного піднесення, водночас не слід забувати, що умови її використання значно залежать від суб'єктивних мотивацій економічних агентів щодо надмірного прагнення ліквідності, і саме цей фактор спровокував кризові тенденції. В умовах нестабільності система сек'юритизаційних заходів може стимулювати зростання системного ризику, адже отриману від проведених операцій сек'юритизації додаткову ліквідність банки швидше за все будуть використовувати на фондових та валютних ринках, а не в системі кредитування реальної економіки, де ризики погано хеджуються та занадто великі.

4. По-четверте, банки, активні на ринку сек'юритизації, разом із тим більше ізолюються від змін грошово-кредитної політики. Дані свідчать, що банки, які сек'юритизували близько чверті активів, були найменш чутливими до змін грошово-кредитної політики. В українському фінансово-інституційному середовищі, де проблема керованості монетарного простору стає дедалі гострішою, розвиток додаткових факторів автономності банківської системи по відношенню до монетарної політики є недопустимим.

5. По-п'яте, як доводить досвід ЄС, сек'юритизація на певному етапі відсторонюється від базових процесів, що лежать в її основі, а саме – кредитування. Первинно цільова функція сек'юритизації робила її взаємодію з кредитним ринком замкненою: розвиток кредитування – сек'юритизація кредитних активів для зростання кредитування, наступне кредитування, сек'юритизація тощо. Водночас кризові тенденції та актуальні процеси розвитку демонструють, що такий взаємозв'язок дедалі слабшає: так, у 2014–2015 рр. кредитування в євросоні продовжувало зменшуватись, тоді як обсяги сек'юритизації повільно, але зростали. Таким чином, кредитна активність падала, тоді як активність на ринку трансформації ризиків та диверсифікації джерел фінансування (отримання ліквідності) поступово збільшувалась, демонструючи, що мотивації банківських структур не змінюються – вони прагнуть покращення балансів та більшої ліквідності, не гарантуючи використання отриманих від сек'юритизації коштів на ринку кредитування, що свідчить про продовження тенденції **непродуктивності банківської системи як такої**. Тому лікувати банківську систему від непродуктивності сек'юритизацією, що спровокувала цю її хворобу, вважається недоцільним.

6. По-шосте, як доводить досвід розвитку сек'юритизації в ЄС та в глобальному фінансово-економічному просторі, вона **завжди стимулює інтеграцію національних емітентів у світове фінансово-інституційне середовище**, що в період підвищувальної фази циклу впливає на економічне зростання в національних просторах, тоді як на низхідній стадії посилює дисбаланси через залежність від глобальних інвесторів. При цьому український фінансовий ринок явно не готовий до активної інтеграції у світовий не тільки через фактори структурного та інституційного характеру, а й через те, що цілі

розвитку глобального фінансового простору явно не корелюються із завданнями стабілізації та загальноекономічного зростання, що є наріжними для національних фінансово-інституційних просторів.

7. По-сьоме, досвід реалізації сек'юритизації в західній практиці доводить, що необхідною умовою її впровадження та ефективного функціонування є висока культура кредитування та повернення боргів, тому в українській системі координат, в умовах наявності в портфелях банків 45–50% безперспективних кредитів, розвиток сек'юритизаційних процесів буде стимулювати зростання загальної ризиковості фінансової системи.

8. По-восьме, фундаментальною причиною недоцільності впровадження сек'юритизаційних процесів в українському фінансово-інституційному середовищі є те, що сек'юритизація трансформує статус та цільові орієнтири банку як такого: з фінансового посередника, який, організуючи депозитно-кредитний процес, трансформує ліквідність від суб'єктів з профіцитом бюджету до суб'єктів із його дефіцитом, приймаючи при цьому на себе ризики, він перетворився на суб'єкт, що знімає ризикові активи зі свого балансу, передаючи їх фінансовій системі загалом. Крім того, в результаті активного розвитку ринку сек'юритизації трансформується поняття ліквідності для банків, адже будь-який неліквідний актив може стати таким, що торгується, і отримати штучну ліквідність; ці процеси не тільки зумовлюють неадекватну оцінку ризиків та зростання ризику дефолту, вони трансформують базові основи функціонування банків – адже ліквідність перестає бути обмежувальним фактором для їх діяльності в умовах можливості її штучного досягнення. Таким чином, активне впровадження сек'юритизації в Україні зумовить загальносистемні трансформації статусу та базових умов функціонування банку.

Список використаних джерел

1. Глосарій банківської термінології [Електронний ресурс] / офіц. сайт НБУ. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123640
2. *Altunbas Yener, Gambacorta Leonardo and Marqués David*. Securitisation and the bank lending channel [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecbcf_cbfm/Marques_Presentation.pdf?11ce278a96f251ab1b85d5cdfb8c47b3
3. *Rajan R*. Has Financial Development Made the World Riskier? // NBER Working Paper. – 2006. – No. 11728.
4. *Diamond D.W. and Dybvig P.H.* Bank runs, deposit insurance, and liquidity // *Journal of Political Economy*. –1983. – Vol. 91. – P. 401–419.
5. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Overview of Policy Recommendations [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf?page_moved=1
6. The impaired EU securitization market: causes, roadblocks and how to deal with them [Електронний ресурс]. – Доступний з : https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market.en.pdf?3429df50ee767fe22ad87ba0d51c7071
7. The case for a better functioning securitisation market in the European Union [Електронний ресурс] / офіц. сайт ЄЦБ. – Доступний з : www.ecb.europa.eu
8. Joint response from the Bank of England and the European Central Bank to the Consultation Document of the European Commission: "An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation" [Електронний ресурс] / офіц. сайт ЄЦБ. – Доступний з : www.ecb.europa.eu



9. Commission adopts detailed prudential rules for banks and insurers to stimulate investment in the economy [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1119_en.htm?locale=en
10. *Бажанов О.* Формування засад сек'юритизації іпотечних кредитів в Україні // Вісник НБУ. – 2008. – Жовтень. – С. 59–63.
11. Угода про асоціацію [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/984_011/page
12. Продаж проблемних кредитів банками. Ключові моменти [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://ireu.org.ua/2014/08/28/prodazh-problemnix-kreditiv-bankami-klyuchovi-momenti/>

Надійшла до редакції 21.08.2015 р.

Корнивская В.О. канд. экон. наук
старший научный сотрудник
Института экономики и прогнозирования НАН Украины

РИСКИ ВНЕДРЕНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В УКРАИНЕ

Представлены результаты исследования мероприятий относительно упорядочивания секьюритизации активов в европейской системе финансово-институциональных координат и направления ее в русло посткризисного восстановления, показаны противоречия этих процессов как в контексте актуального влияния на операционную активность банковских учреждений, так и в аспекте фундаментальных трансформаций системы финансового посредничества, которые вызваны механизмами секьюритизации. Обоснованы выводы относительно, с одной стороны, неготовности финансово-институциональной среды Украины к активному использованию механизмов секьюритизации активов, а с другой – ее явной нецелесообразности в контексте формирования основ посткризисного развития как по формальным причинам, так и по причинам глубинного фундаментального характера.

Ключевые слова: секьюритизация, еврозона, противоречия, риски, украинское финансово-институциональное пространство.

Kornivska V., PhD in Economics, Senior Researcher
Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

THE RISKS OF SECURITIZATION IN UKRAINE

The article presents the results of a research on the activities aimed at streamlining the securitization in the European financial and institutional coordinates and orienting it to the post-crisis recovery by creating effective and prudent incentives for operating activities of the operators on the securitization market. The author defines the main purpose of active rehabilitation of securitization in the EU, which is reviving market crediting on the part of the "sleeping" European banking system, which even with the low interests and high refinancing rates fail to meet the needs of the real economy.

Our study demonstrates that active recovery of the securitization market is considered today as one of the ways to create the Capital Markets Union, and should serve the purpose of greater integration in the European financial and institutional space, and extend the funding of the real economy through the creation of alternatives to bank lending. At the same time, it demonstrates certain contradictions of the current securitization both in the context of its actual influence on the operating activities of the banking institutions, and in the aspect of fundamental transformation of the system of financial intermediation caused by the mechanisms of securitization. The article presents conclusions concerning, on the one hand,

the unavailability of Ukraine's financial and institutional environment to actively use the securitization mechanisms, and, on the other hand, their obvious inappropriateness in the context of the consolidation of the post-crisis development as for formal reasons, and for the reasons of underlying fundamental nature.

Key words: securitization, eurozone, contradictions, risks, Ukraine's financial-and-institutional space.

References

1. Hlosarij bankiv's'koi terminolohii [Glossary banking terminology]. Ofitsijnyj sajt NBU [The official website of the NBU]. Retrieved from http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123640 [in Ukrainian].
2. Altunbas, Yener, Gambacorta, Leonardo and Marqués, David. Securitisation and the bank lending channel. Retrieved from http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecbcf_cbfm/Marques_Presentation.pdf?11ce278a96f251ab1b85d5cdfb8c47b3 [in English].
3. Rajan, R. (2006). Has Financial Development Made the World Riskier? *NBER Working Paper*, 11728 [in English].
4. Diamond, D.W. and Dybvig, P.H.(1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91, 401–419 [in English].
5. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Overview of Policy Recommendations. Retrieved from http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf?page_moved=1 [in English].
6. The impaired EU securitization market: causes, roadblocks and how to deal with them. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market.en.pdf?3429df50ee767fe22ad87ba0d51c7071 [in English].
7. The case for a better functioning securitisation market in the European Union. Retrieved from www.ecb.europa.eu [in English].
8. Joint response from the Bank of England and the European Central Bank to the Consultation Document of the European Commission: "An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation". Retrieved from www.ecb.europa.eu [in English].
9. Commission adopts detailed prudential rules for banks and insurers to stimulate investment in the economy. Retrieved from http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1119_en.htm?locale=en [in English].
10. Bazhanov O. (2008). Formuvannia zasad sek'urytyzatsii ipotechnykh kredytiv v Ukraini [Lay the groundwork for securitization of mortgage loans in Ukraine] // Visnyk NBU [Bulletin of the National Bank of Ukraine], October, 59–63 [in Ukrainian].
11. Uhoda pro asotsiatsiiu [The Association agreement]. Retrieved from http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/984_011/page [in Ukrainian].
12. Prodazh problemnykh kredytiv bankamy. Kliuchovi momenty [Sale of problem loans by banks. Key points]. Retrieved from <http://ireu.org.ua/2014/08/28/prodazh-problemnix-kredytiv-bankami-klyuchovi-momenti/> [in Ukrainian].