

**I.С. КРАВЧУК\***

(Тернопільський національний економічний університет, м. Тернопіль, Україна)

## Сек'юритизація активів у європейському фінансовому просторі

Метою статті є ідентифікація недоліків ринку сек'юритизації і перешкод його активізації на основі аналізу тенденцій розвитку цього сектору ринку обігових фінансових інструментів у Європі, а також оцінка пропозицій щодо формування моделі простої, транспарентної і стандартної сек'юритизації. Виявлено, що існуюча структура європейського ринку сек'юритизації є деформованою (за видами активів, в регіональному розрізі, через високий рівень утримання емітентами та банками-оригінаторами тощо), що може створювати загрози для фінансової стабільності. Враховуючи такий стан ринку, а також значний потенціал щодо його розвитку (на основі обсягів ймовірних базових активів), доцільно реалізовувати комплекс заходів для стимулювання розвитку при одночасному використанні регуляційних інструментів підтримки стабільності ринку сек'юритизації. Запропонований проект простої, транспарентної і стандартної сек'юритизації в ЄС поряд з впровадженням значної кількості прогресивних правових норм має ряд недоліків у площині забезпечення фінансової стабільності (не вирішує проблем синтетичної сек'юритизації, можливі маніпуляції щодо її кваліфікації як STS тощо) та потребує модернізації.

**Ключові слова:** проста, транспарентна і стандартна сек'юритизація, іпотечні цінні папери, обігові фінансові інструменти, банк, фінансова стабільність.

**I.С. КРАВЧУК**

(Тернопольский национальный экономический университет, г. Тернополь, Украина)

## Секьюритизация активов в европейском финансовом пространстве

Целью статьи является идентификация недостатков рынка секьюритизации и препятствий ее активизации на основе анализа тенденций развития данного сектора рынка оборотных финансовых инструментов в Европе, а также оценка предложений по формированию модели простой, транспарентной и стандартной секьюритизации. Выявлено, что существующая структура европейского рынка секьюритизации является деформированной (по видам активов, в региональном разрезе, в результате высокого уровня удержания эмитентами и банками-оригинаторами), что может создавать угрозы для финансовой стабильности. Учитывая такое состояние рынка, а также значительный потенциал его развития (на основе объемов вероятных базовых активов), целесообразно реализовывать комплекс мер для стимулирования развития при одновременном использовании регуляционных инструментов поддержания стабильности рынка секьюритизации. Предложенный проект простой, транспарентной и стандартной секьюритизации в ЕС наряду с внедрением значительного количества прогрессивных правовых норм имеет ряд недостатков в плоскости обеспечения финансовой стабильности (не решает проблем синтетической секьюритизации, возможны манипуляции касательно ее квалификации как STS) и нуждается в модернизации.

**Ключевые слова:** простая, транспарентная и стандартная секьюритизация, ипотечные ценные бумаги, оборотные финансовые инструменты, банк, финансовая стабильность.

**I.S. KRAVCHUK**

(Ternopil National Economic University, Ternopil, Ukraine)

## Assets Securitization in European Financial Scope

The article identifies failures on the securitization market and obstacles for its intensification as relying on the analysis of development trends of this market section of negotiable financial instruments in Europe, evaluating proposals for generating a model of simple, transparent and standard securitization. It is found that the available structure of the European securitization market is deformed (by asset types, across regions due to a high rate of support

\* Кравчук Ігор Святославович, докторант кафедри банківського менеджменту та обліку Тернопільського національного економічного університету (м. Тернопіль), кандидат економічних наук, доцент.

by issuer and originator banks), which may jeopardize the financial stability. In view of such market conditions and mindful of a considerable potential of its development (according to volumes of probable basic assets) it appears expedient that a number of measures should be taken to foster the development, simultaneously using the regulation instruments designed to maintain the stability of the securitization market. The proposed draft of simple, transparent and standard securitization in the EU along with the implementation of a great number of advanced principles of law has a lot of drawbacks in ensuring financial stability (it fails to solve the problem if synthetic securitization, fraudulent arrangements as to STS qualification being possible) and it needs upgrading.

**Keywords:** simple, transparent and standard securitization, mortgage securities, negotiable financial instruments, bank, financial stability.

**Постановка проблеми.** Ринку обігових фінансових інструментів іманентно притаманна характеристика динамічності, яку зокрема прискорює фінансовий інжиніринг. Найбільш відомим результатом фінансового інжинірингу є цінні папери, емітовані в результаті сек'юритизації активів. Хоча наявність прототипів сек'юритизації дослідники визнають ще у ХІІ ст. в Генуї [6, с. 566-567], цей процес почав активно розвиватися з кінця 80-х років ХХ ст., досягнувши свого піку в першій декаді 2000-х років.

Остання світова фінансова криза в певній мірі була пов'язана з слабко регульованим розвитком сек'юритизації активів, який мав ознаки значного ринкового буму, а в США і ринкової бульбашки [7, с. 669]. На сучасному етапі, зокрема в європейському співтоваристві, постає питання впорядкування цього сегменту ринку обігових фінансових інструментів, формуючи збалансовану регуляційну платформу, яка б підвищила безпеку і стабільність ринку, а з іншої сторони стимулювала розвиток процесів сек'юритизації, які не зважаючи на зростання критики, мають доволі позитивний вплив на ефективну еволюцію фінансової системи.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** На протязі останніх років на рівні Європейського союзу активізувалися дослідження процесів сек'юритизації. Зокрема Європейське банківське управління (ЕВА) в 2014 році опублікувало звіт про кваліфіковану сек'юритизацію. У цьому ж році Банк міжнародних розрахунків спільно з IOSCO створили робочу групу щодо перегляду розвитку ринку сек'юритизації. За результатами її роботи у липні 2015 році опубліковано спільний документ щодо критеріїв ідентифікації простої, транспарентної та порівняльної сек'юритизації. Запропоновано 14 критеріїв, які охоплюють проблеми, пов'язані з нівелюванням основних ризиків – ризику базових активів, структурного ризику (підвищення прозорості сек'юритизаційних структур), фідучіарного та сервісного ринку (вдосконалення управління ключових учасників процесу сек'юритизації). З врахуванням цих документів Європейська комісія в 2015 році представила проект розпорядження щодо простої, транспарентної і стандартної сек'юритизації (STS).

Фахівці МВФ [3], а також У. Альбертазі, М. Боттеро, Л. Гамбакорта і С. Онгена [4] дослідили питання щодо розвитку сек'юритизації на основі кредитів, наданих малому та середньому бізнесу.

У праці А. Кари та інших [15] здійснено оцінку впливу діяльності з сек'юритизації на якість кредитів і наголошено на правильності окремих нововведень

при впровадженні моделі STS. У свою чергу В. Бавосо [5] та Д. Лераріо [16] розкрили недоліки пропозицій щодо STS у рамках європейського проекту союзу ринку капіталів.

Зважаючи на характер досліджень останніх років у сфері сек'юритизації активів, **метою статті** є ідентифікація недоліків ринку сек'юритизації і перешкод його активізації на основі аналізу тенденцій розвитку цього сектору ринку обігових фінансових інструментів у Європі, а також оцінка пропозицій щодо формування моделі простої, транспарентної і стандартної сек'юритизації.

**Виклад основного матеріалу.** Основні специфічні тенденції сек'юритизації, головні недоліки цього процесу, які порушили ринкову стабільність і проявилися під час світової фінансової кризи, та актуальні перешкоди активізації сек'юритизації можна визначити, здійснивши відповідний динамічно-структурний кількісний аналіз на прикладі європейського фінансового простору. Саме на рівні ЄС реалізується новий дуалістичний економіко-правовий підхід до фінансового конструювання, який відображається впровадженням STS.

1. Становлення європейського ринку цінних паперів, емітованих у результаті сек'юритизації, на протязі аналізованого часового горизонту (більше 25 років) можна розділити на два періоди: активного розвитку (1990-2008 рр.) та звуження ринку (2009-2016 рр.). Така періодизація здійснюється на основі критерію темпів приросту обсягів наявних в обігу фінансових інструментів сек'юритизації (рис. 1).

Для ідентифікації розміру ринку Європи та його зміни в компаративному аспекті використовуються дані щодо найбільшого ринку – США. В початковій точці відліку (1990 р.) європейський ринок був майже у 100 разів менший за ринок США і становив лише 55,55 млн. дол. США, що пояснюється впровадженням технологій сек'юритизації саме у США ще з 70-х років ХХ ст. з провідною роллю державних іпотечних агенцій. Сек'юритизація в Європі зародилася у банківській сфері й переважно без використання моделей участі спеціалізованих державних інституцій. На протязі першого періоду можна спостерігати високі темпи зростання європейського ринку та зменшення диспропорцій у відношенні до США. Так, середній темп приросту обсягів ринку в Європі у 1990-2008 рр. склав 36 %, а у США – 13 %. У 2004 році ринок США перевищував європейський вже менше ніж у 10 разів, а у 2008 р. – у 3,8 рази.

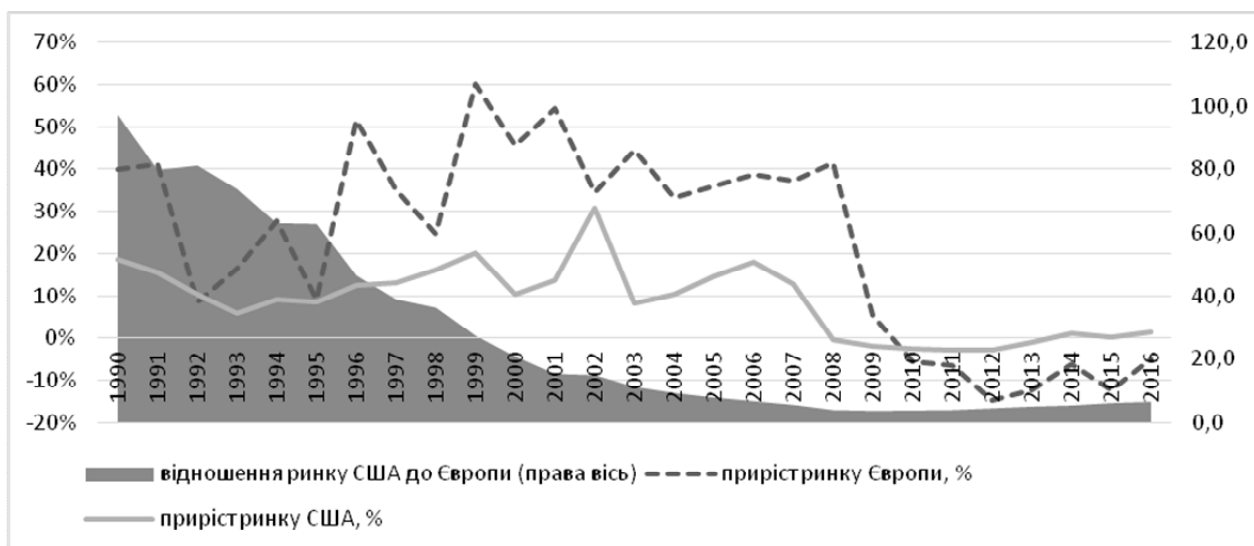


Рис. 1. Динаміка ринку обігових фінансових інструментів сек'юритизації Європи та США

Джерело: побудовано автором на основі даних [18-20].

Фінансова криза, яка розпочалася у США в 2007 році, відобразилася на обсязі сек'юритизації в 2008 році – вперше в часовому горизонті нашого аналізу був зафіксований спад обсягу ринку (-0,5%). На підставі ефекту зараження кризові явища розпочалися й на ринку Європи, хоча падіння обсягу фінансових інструментів сек'юритизації в обігу розпочалося з 2009 року.

Виявлені під час кризи недоліки сек'юритизації значно погіршили ставлення інвесторів та інших економічних агентів до цього процесу, зокрема можна спостерігати стигматизацію (від давньогрецького *στigma* – «пляма, знак») сек'юритизації, тобто негативне сприйняття інвесторами (з точки зору довіри) інструментів цього сегменту фінансового ринку. Однак таке відношення в певній мірі є упередженим, оскільки європейський ринок під час кризи не зазнав такого обсягу дефолтів як у США. Так, згідно з даними Fitch [14] за житловими іпотечними цінними паперами (RMBS) та цінними паперами, забезпеченими активами, крім іпотечних (ABS) сукупні втрати за період 2000-2011 рр. не перевищували 0,2% від їх обсягу в обігу, а в США для RMBS втрати становили 9,9%. Найбільші втрати на обох ринках можна спостерігати щодо інструментів синтетичної сек'юритизації. Однак, якщо для США сукупні втрати за цими інструментами складають більше 50%, то для Європи – тільки близько 12%. Доволі високий розмір втрат за європейськими CDO (цінні папери, забезпечені борговими зобов'язаннями) у порівнянні з іншими інструментами сек'юритизації, перш за все, пояснюється їх конструюванням на основі американських RMBS.

Значні фінансові потрясіння й збитки європейських банків викликані інвестиціями в інструменти сек'юритизації США, а не Європи. Зокрема, у передкризовий період (2002-2007) активи

європейських банків у США зросли з 856 млрд. до 2056 млрд. дол. [17].

Банки зазнали втрат від операцій з інструментами сек'юритизації й через використання непрозорих схем їх конструювання, емісії та продажу, що призвело до значних штрафів за результатами розслідувань правоохоронних органів.

Світова фінансова криза призвела до редукції ринку сек'юритизації в Європі, і з 2009 року спостерігається щорічне зменшення обсягів цього типу фінансових інструментів (рис. 2).

За підсумками 2016 року обсяг ринку становив лише 54% від розміру ринку в 2008 році, а величина нових емісій – лише 29% від 2008 року. Однак щодо випусків фінансових інструментів сек'юритизації можна спостерігати зміну тренду на незначне зростання від 2013 року, коли базисний індекс нових емісій у Європі становив 22%. Для порівняння у США ринок не зазнав такого значного звуження. Зокрема, обсяг інструментів в обігу не досягав значення меншого за 89% від 2008 року, обсяг нових емісій на протязі всього періоду від активного розвитку кризи (2008-2016 рр.) був вищим за дані 2008 року, досягнувши 192% в 2016 році.

2. Структура ринку сек'юритизації є нерівномірною за різними критеріями, що потенційно може мати негативний вплив на стабільність ринку. Дані у розрізі базових активів, які використовуються для конструювання обігових фінансових інструментів, свідчать, що у Європі переважно сек'юритизація є ендогенним процесом у периметрі системи фінансових активів, тобто реальні активи у конструюванні обігових фінансових інструментів задіяні в незначних обсягах. Так, згідно з даними Асоціації фінансових ринків в Європі (AFME) [2] за підсумками 4 кв. 2016 р. житлові іпотечні цінні папери складають 55% ринку. З точки зору кредитного ризику, якщо врахувати історичні дані (світова фінансова криза засвідчила низький рівень

дефолтів за цим типом інструментів у європейській практиці), така структура є прийнятною щодо впливу на стабільність ринку. Однак обсяг емісій RMBS, обслуговування обігу та погашення цих інструментів у значній мірі залежить тільки від фінансового стану

домогосподарств і кон'юнктури на ринку нерухомості. Домінуючий вплив обмеженої кількості факторів збільшує диспропорційну чутливість ринку на ймовірні шоки.

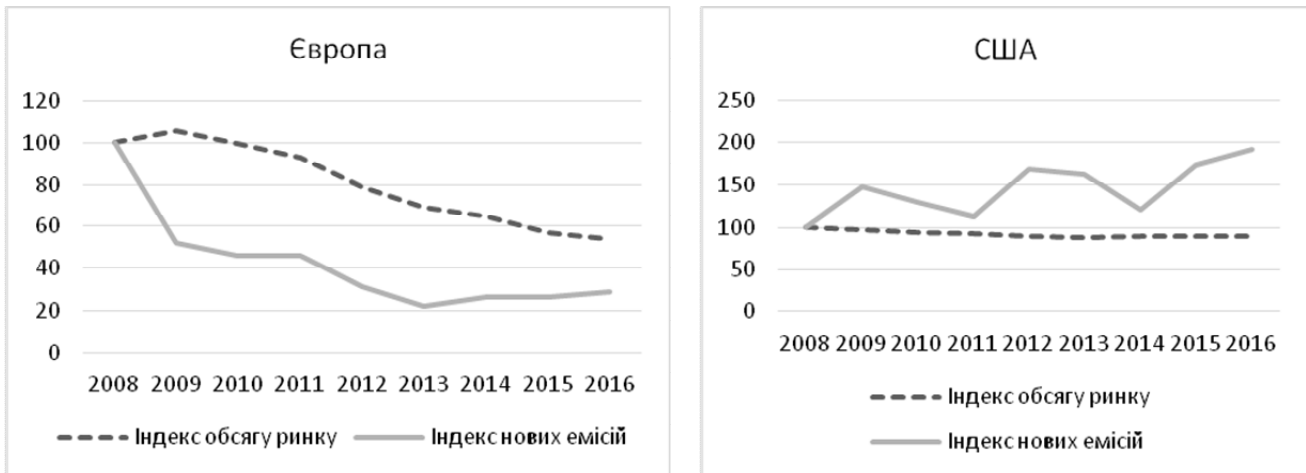


Рис. 2. Динаміка базисних індексів обсягу ринку і нових емісій інструментів сек'юритизації Європи та США у 2008-2016 р. (в %)

Джерело: побудовано автором на основі даних [2; 18-20]. Базовий період – 2008 рік (100).

У географічному аспекті за підсумками 2016 року також спостерігається певна деформованість структури, що збільшує фрагментованість і зменшує інтегральність ринку обігових фінансових інструментів у цілому. Так, на п'ять країн припадає близько 72 % ринку інструментів сек'юритизації, а на три країни – 54 % (табл. 1). Чверть ринку

зосереджено у Великобританії. Зважаючи на процес виходу цієї країни з європейського співтовариства, ринок сек'юритизації ЄС може значно зменшитися. Хоча з іншої сторони, можлива й міграція операцій основних оригінаторів ринку та реєстрація спеціальних інститутів сек'юритизації у периметрі єдиного європейського простору.

Таблиця 1

Регіональна структура ринку сек'юритизації Європи за станом на 4 кв. 2016 року

Країна	Обсяг ринку, млрд. євро	Частка в сукупному обсязі ринку Європи, %
Великобританія	316,4624	24,8
Нідерланди	202,5038	15,9
Іспанія	165,2804	13,0
Італія	145,4126	11,4
Німеччина	85,1417	6,7
Європа в цілому	1273,971	100,0

Джерело: побудовано автором на основі даних [2].

Іншим аспектом структурного аналізу є вивчення рівня утримання емітованих фінансових інструментів оригінаторами та емітентами. У посткризовий період можна спостерігати деформацію європейського ринку зі значним зменшенням частки розміщених інструментів (рис. 3), тобто зростання рівня утримання. Це можна *inter alia* пояснити зменшенням попиту зі сторони інвесторів через стигматизацію ринку, а також можливістю використовувати деякі з цих інструментів (а саме ABS) банками-оригінаторами для отримання фондування від ЄЦБ, зважаючи на реалізацію програм викупу ABS (з 2014 року). Високий рівень утримання оригінаторами

емітованих цінних паперів свідчить про нарощення дисфункціональності сек'юритизації, тобто не реалізуються цілі цього процесу – отримання фондування та перенесення кредитних ризиків третім особам.

У площині дослідження стабільності фінансового ринку у цілому доцільним є вивчення ролі продуктів сек'юритизації у структурі емісій. Як свідчать дані табл. 2 в Європі можна спостерігати зростання частки інструментів сек'юритизації у загальному обсязі емісій боргових фінансових інструментів з 1,3 % у 2009 році до 10 % у 2015 р.

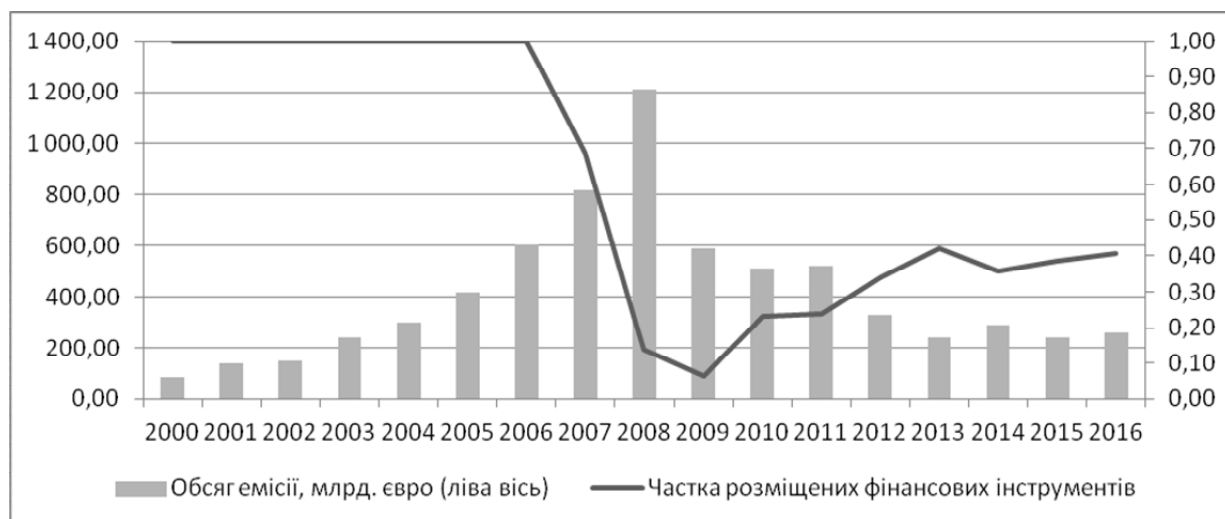


Рис. 3. Динаміка розміщення фінансових інструментів сек'юритизації в Європі

Джерело: побудовано автором на основі даних [18].

Таблиця 2

Динаміка ролі окремих сегментів ринку боргових цінних паперів за обсягами емісії

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Інструменти сек'юритизації							
США	23,6%	29,8%	30,1%	29,7%	36,6%	26,3%	29,1%
Європа	1,3%	7,0%	7,6%	5,7%	5,2%	5,0%	10,0%
Азія	7,6%	7,8%	8,9%	6,6%	7,8%	10,1%	7,5%
Інші корпоративні облігації							
США	33,2%	18,3%	25,4%	29,6%	38,7%	35,1%	49,0%
Європа	57,5%	49,0%	43,7%	49,2%	47,0%	47,6%	48,9%
Азія	66,3%	60,0%	65,8%	68,9%	70,3%	74,7%	77,7%
Державні облігації							
США	43,2%	51,9%	44,5%	40,8%	24,6%	38,6%	21,9%
Європа	41,2%	44,0%	48,7%	45,1%	47,8%	47,4%	41,1%
Азія	26,1%	32,1%	25,3%	24,5%	21,9%	15,3%	14,8%

Джерело: побудовано автором на основі даних [1]. Частка в загальному обсязі емісії, у %.

Зважаючи на переважно низхідну динаміку емісії інструментів сек'юритизації на протязі останніх років (рис. 2), можна прийти до висновку про значне падіння обсягу випуску інших видів боргових цінних паперів, перш за все інших корпоративних фінансових інструментів, частка яких зменшилася майже на 10 %. Хоча частка сек'юритизаційних інструментів зросла, однак надалі ці інструменти не визначають провідний тренд емісійної діяльності в цілому. Для порівняння у США роль інструментів сек'юритизації є значною вищою – 29 % у 2015 році (і також спостерігається зростаючий тренд).

3. Динаміка обсягу ринку сек'юритизації в Європі має проциклічний характер, що посилює крихкість боргових фінансових ринків і негативно впливає на стабільність.

4. У країнах Європи можна спостерігати значно більші розміри іпотечних житлових кредитів у порівнянні з наявним ринком сек'юритизації щодо такого типу базових активів. Наприклад, у Великобританії, ринок сек'юритизації складає майже 25 % європейського ринку (табл. 1), однак це становить тільки близько 9 % від обсягу житлових іпотечних кредитів цієї країни. У Німеччині можемо спостерігати найнижче значення цього показника серед країн вибірки – лише 0,5 % (рис. 4).

Для порівняння у США рівень сек'юритизації активів був доволі високим – у 2007 році 74,2 % усіх житлових іпотек було сек'юритизовано, а субстандартних іпотек – 92,8 %. У посткризовий період цей показник далі зростає – у 2011 році 83 % усіх іпотек було використано для операцій сек'юритизації [8, с. 159].

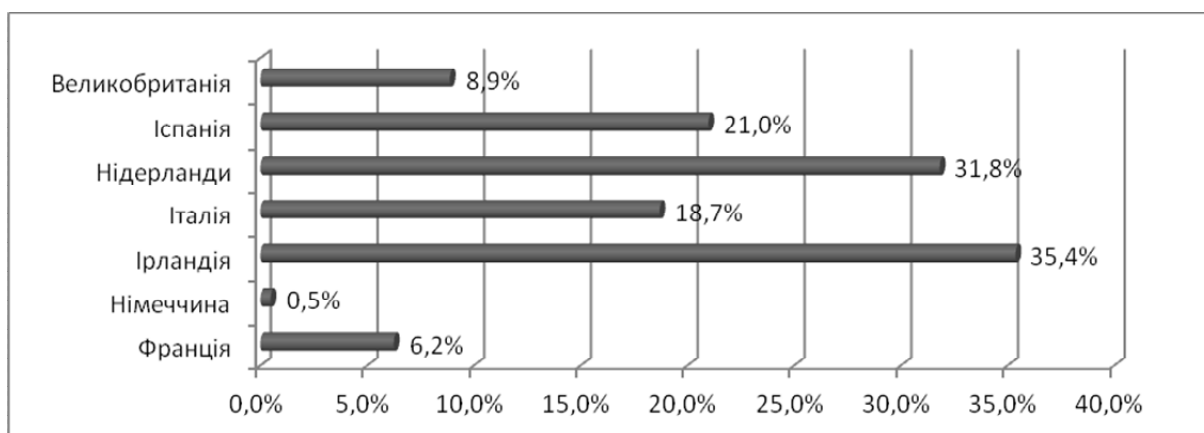


Рис. 4. Регіональний вимір співвідношення обсягу ринку RMBS та обсягу житлових іпотечних кредитів (2015 р.)

Джерело: побудовано автором на основі даних [2; 13].

Зважаючи на існуюче співвідношення розміру ринку інструментів сек'юритизації і житлових іпотечних кредитних активів у Європі, можна стверджувати про наявність значного потенціалу для розвитку цього сегменту ринку обігових фінансових інструментів (якщо не приймати до уваги рівень однорідності кредитів і їх якості). Однак активізацію цих процесів гальмують ряд перешкод. Поряд з вище зазначеною стигматизацією ринку (низькою довірою інвесторів) на основі досліджень Європейської комісії [10, с. 11-18] та ЕВА [9, с. 24-27] можна визначити ще такі перешкоди як регуляторна невизначеність, відсутність узгодженості та стандартизації, недостатня прозорість, відсутність довіри інвесторів до процесу зовнішнього рейтингування сек'юритизаційних продуктів тощо. Крім того, підвищені капітальні вимоги до банків і страхових компаній щодо експозицій на інструменти сек'юритизації робить їх непривабливими у порівнянні з іншими фінансовими інструментами.

В певній мірі вплив цих проблемних драйверів можна нівелювати на основі розвитку фінансового інжинірингу, в тому числі, вдосконалюючи нормативно-правові конструкції. З метою більш якісного перезапуску ринку сек'юритизації на рівні ЄС у рамках формування єдиного ринку капіталів розроблено проект розпорядження щодо STS [11]. Цей документ передбачає впровадження наступних правових норм:

1) Чітка дефініція сек'юритизації як транзакції або програми, в результаті якої кредитний ризик, пов'язаний з експозицією або їх пулом, підлягає поділу на транші, які характеризуються такими ознаками: (а) платежі в рамках транзакції чи програми залежать від доходів за експозицією чи їх пулом; (б) ієрархія траншів окреслює розподіл втрат під час дії транзакції чи програми.

2) Вимоги для інституційних інвесторів щодо проведення *due diligence* щодо рівня прийняття ризику сек'юритизаційної позиції і базових експозицій, структурних ознак сек'юритизації (порядку та пріоритетності платежів тощо), розробки

відповідних процедур здійснення такої оцінки і моніторингу якості експозицій, регулярного стрес-тестування щодо грошових потоків за базовими активами тощо.

3) Обов'язок оригінатора (ініціатора), спонсора або первинного кредитора сек'юритизації утримувати істотну економічну частку в сек'юритизації на рівні не менше 5 % (наприклад, утримання не менше 5 % номінальної вартості кожного з траншів фінансових інструментів проданих інвесторам). Це дозволить зменшити стимули банків до включення до пулів експозицій неякісних активів, а також зменшення якості процедур їх подальшого моніторингу. На рівні ЄС ще в 2011 році в регуляційний периметр банківської сфери (в CRD II) впроваджено норму щодо мінімального рівня утримання та здійснення банками-інвесторами *due diligence* сек'юритизації.

4) Норми щодо прозорості ініціаторів, спонсорів та установ спеціального призначення, зокрема щоквартальне (щомісячне при короткостроковій сек'юритизації) розкриття інформації про базові експозиції сек'юритизації тощо.

5) Вимоги з трактування сек'юритизації як STS, зокрема щодо:

(а) простоти – до STS відноситься тільки традиційна сек'юритизація, яка передбачає продаж базових експозицій установ спеціального призначення; базові активи повинні відповідати визначеним критеріям щодо кваліфікованості, не включати цінні папери та інструменти сек'юритизації; пул базових експозицій має бути однорідним; до моменту перенесення експозиції боржники здійснили хоча б один платіж тощо;

(б) стандартизації – дотримання норми щодо рівня утримання ризику оригінатором (або спонсором чи первинним кредитором); усі відсоткові платежі щодо референційних процентних ставок опираються на загальноприйнятих ринкових ставках, а не на складних формулах чи похідних інструментах; чітке окреслення подій, умов, які призводять до дострокових виплат, ротації базових експозицій тощо;

(в) прозорості – забезпечення інвесторам доступу до різних видів інформації перед прийняттям рішення про інвестиції в інструменти сек'юритизації. Наприклад, представлення моделі грошових потоків за базовими активами, історичних даних (за 5 років при роздрібних експозиціях та 7 років щодо інших експозицій) про невиконання зобов'язань і втрат за кредитами подібними до експозицій, які будуть сек'юритизовані.

Надання сек'юритизації статусу STS вимагає подання відповідної інформації до регуляторних органів, в т.ч. до Європейського управління з ринку цінних паперів (ESMA), яке на свій інтернет-сторінці розкриває інформацію про оголошену STS.

б) Спеціальні норми щодо STS короткострокової сек'юритизації, а саме емісії комерційних паперів, забезпечених активами (АВСП) зі строком погашення до 1-го року. Зокрема середньозважений строк погашення пулу базових експозицій не може перевищувати 2 роки (а окремих активів – 3 роки).

Крім того, ЕВА пропонує змінити норми капітальних вимог для банків і страхових інституцій в сторону зменшення при експозиціях щодо STS.

Поряд з позитивними аспектами щодо переважань ринку сек'юритизації, запропоновані пропозиції мають й ряд недоліків, які можуть негативно вплинути на стабільність ринку та його учасників. Зокрема, надалі неврегульованими залишаться питання синтетичної сек'юритизації щодо якої було найбільше дефолтів. Крім того, згідно пропозицій Європейської комісії регулятори не відповідають за правдивість ідентифікації сек'юритизації як STS, що збільшує ризики можливих маніпуляцій щодо її кваліфікації. Можливі загрози такої самоатестації детально проаналізовані у праці Д. Лераріо [16]. В обґрунтуванні проекту розпорядження ЄС щодо необхідності впровадження STS наголошується на неприйнятності інструментів сек'юритизації для роздрібних інвесторів, однак в самому проекті обмежень на вкладення зі сторони цієї групи інвесторів не має.

Значний обсяг матеріалів, які необхідно розкривати емітенту обігових фінансових інструментів сек'юритизації (може складати до 1000+ сторінок [12, с. 10]), надалі призводитиме до ускладнень якісного аналізу учасниками ринку потенційних об'єктів інвестицій. На нашу думку, доцільно впровадити вимогу щодо розкриття також незначного за обсягами документу з основними даними (за прикладом правових норм щодо оприлюднення інститутами спільного інвестування документів ключової інформації для інвесторів (КІІД) у директиві UCITS IV).

Крім того, для покращення аналізу інструментів сек'юритизації, а саме їх базових активів, та зменшення ефекту «чорного ящика» доцільно нормативно обмежити кількість активів в пулі.

**Висновки.** Проведене дослідження свідчить про значну редукцію ринку цінних паперів, емітованих у процесі сек'юритизації, перш за все, через його стигматизацію, хоча за результатами світової

фінансової кризи обсяг втрат за операціями з цими інструментами у Європі був на доволі низькому рівні. Існуюча структура європейського ринку сек'юритизації є дещо деформованою (за видами активів, в регіональному розрізі, через високий рівень утримання емітентами та банками-оригінаторами тощо), що може створювати загрози для фінансової стабільності. Враховуючи такий стан ринку, а також значний потенціал щодо його розвитку (на основі обсягів ймовірних базових активів), доцільно реалізовувати комплекс заходів для стимулювання розвитку при одночасному використанні регуляційних інструментів підтримки стабільності ринку сек'юритизації. Запропонований проект STS в ЄС поряд з впровадженням значної кількості прогресивних правових норм має ряд недоліків у площині забезпечення фінансової стабільності (не вирішує проблем синтетичної сек'юритизації, можливі маніпуляції щодо її кваліфікації як STS тощо) та потребує модернізації.

#### 4 Список використаних джерел

1. AFME. Securitisation data report Q4 2015, 2016 [Текст].
2. AFME. Securitisation data report Q4 2016, 2017 [Текст].
3. Aiyar, S. Revitalizing securitization for small and medium-sized enterprises in Europe [Текст] / S. Aiyar, A. Al-Eyd, B. Barkbu, A. Jobst // IMF Staff Discussion Note. – 2015. – Vol. 7.
4. *Albertazzi, U.* Asymmetric information and the securitization of SME loans [Текст] / U. Albertazzi, M. Bottero, L. Gambacorta, S. Ongena // BIS Working Papers. – 2017. – Vol. 601.
5. *Bavoso, V.* Simple, transparent and standardised securitisation: business as usual? [Текст] / V. Bavoso // FEPS Studies. – 2016.
6. *Buchanan, B.* Securitization: a financing vehicle for all seasons? [Текст] / B. Buchanan // Journal of Business Ethics. – 2016. – Vol. 138, No. 3. – pp. 559-577.
7. *Buchanan, B.* The way we live now: financialization and securitization [Текст] / B. Buchanan // Research in International Business and Finance. – 2017. – Vol. 39. – pp. 663-677.
8. *Cerbioni, F.* Securitizations and the financial crisis: is accounting the missing link? [Текст] / F. Cerbioni, M. Fabrizi, A. Parbonetti // Accounting Forum. – 2015. – Vol. 39. – pp. 155-175.
9. EBA. Report on qualifying securitisation, 2014 [Текст].
10. EC. Impact assessment. Accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a european framework for simple and transparent securitisation, 2015 [Текст].
11. EC. Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a european framework for simple and transparent securitisation, 2015 [Текст].
12. *Engelen, E.* «Simple, transparent and standardized». Narratives, law and the interest coalitions behind the European Commission's capital markets union [Текст] / E. Engelen, A. Glasmacher // FEPS Studies. – 2016.

13. European Mortgage Federation Hypostat. 2016. [Текст] A review of Europe's mortgage and housing markets, 2016.
14. Fitch Ratings Global structured finance losses [Текст]. 2000-2011 Issuance. Special report, 2012.
15. Kara, A. Securitization and credit quality [Текст] / A. Kara, D. Marques-Ibanez, S. Ongena // ECB Working Paper Series. – 2017. – No. 2009.
16. Lerario, D. The Basel Committee and the International Organization of Securities Commissions' «criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations»: not so simple [Текст] / D. Lerario. – 2016.
17. Ramotowski, J. Fałszywy mit deglobalizacji staje się niebezpieczny / J. Ramotowski [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/falszywy-mit-deglobalizacji-staje-sie-niebezpieczny>.
18. SIFMA. Europe structured finance issuance and outstanding, 2017 [Текст].
19. SIFMA. US ABS issuance and outstanding, 2017 [Текст].
20. SIFMA. US mortgage-related issuance and outstanding, 2017 [Текст].
- 4 References**
1. AFME. (2016). *Securitisation Data Report Q4 2015*.
  2. AFME. (2017). *Securitisation Data Report Q4 2016*.
  3. Aiyar, S., Al-Eyd, A., Barkbu, B., & Jobst, A. (2015). Revitalizing Securitization for Small and Medium-Sized Enterprises in Europe. *IMF Staff Discussion Note*, 7.
  4. Albertazzi, U., Bottero, M., Gambacorta, L., & Ongena, S. (2017). Asymmetric information and the securitization of SME loans. *BIS Working Papers*, 601.
  5. Bavoso, V. (2016). Simple, Transparent and Standardised Securitisation: Business as Usual? *FEPS Studies*.
  6. Buchanan, B. (2016). Securitization: A Financing Vehicle for All Seasons? *Journal of Business Ethics*, 138(3), 559-577.
  7. Buchanan, B. (2017). The way we live now: Financialization and securitization. *Research in International Business and Finance*, 39, 663-677.
  8. Cerbioni, F., Fabrizi, M., & Parbonetti, A. (2015). Securitizations and the financial crisis: Is accounting the missing link? *Accounting Forum*, 39, 155-175.
  9. EBA. (2014). *Report on qualifying securitisation*.
  10. EC. (2015). *Impact assessment. Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple and transparent securitisation*.
  11. EC. (2015). *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple and transparent securitisation and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and .*
  12. Engelen, E., & Glasmacher, A. (2016). «Simple, Transparent and Standardized». Narratives, Law and the Interest Coalitions behind the European Commission's Capital Markets Union. *FEPS Studies*.
  13. European Mortgage Federation. (2016). *Hypostat 2016. A review of Europe's mortgage and housing markets*.
  14. Fitch Ratings. (2012). *Global Structured Finance Losses. 2000-2011 Issuance. Special Report*.
  15. Kara, A., Marques-Ibanez, D., & Ongena, S. (2017). Securitization and credit quality. *ECB Working Paper Series*, (2009).
  16. Lerario, D. (2016, April 1). The Basel Committee and The International Organization of Securities Commissions' «Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations»: not so simple. Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2727772](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2727772)
  17. Ramotowski, J. (2017, April 5). Fałszywy mit deglobalizacji staje się niebezpieczny. Retrieved from <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/falszywy-mit-deglobalizacji-staje-sie-niebezpieczny>
  18. SIFMA. (2017a). *Europe Structured Finance Issuance and Outstanding*.
  19. SIFMA. (2017b). *US ABS Issuance and Outstanding*.
  20. SIFMA. (2017c). *US Mortgage-Related Issuance and Outstanding*.