

На сьогодні однією з обов'язкових умов подальшого розвитку економіки України є інноваційна діяльність у сфері виробництва. Активізація економічних процесів, обмеженість ресурсів визначають перехід підприємств на інноваційний тип розвитку, дозволяє забезпечити стійке функціонування підприємства за рахунок ефективного використання власних потенційних можливостей, підвищення зростання продуктивності виробничих ресурсів, зосередження зусиль по розвитку сфери науки і техніки.

Причиною стримування інноваційної діяльності промислових підприємств є відсутність джерел фінансування. Інноваційна діяльність в Україні фінансується переважно за рахунок власних коштів підприємств – їх доля становить близько 75 %. Обсяг фінансування інноваційних робіт за рахунок коштів державного бюджету постійно зменшується. Таким чином, стримані темпи практичної реалізації державної інноваційної підтримки не приносять бажаних результатів економіці країни.

Держава лише здійснює непряму підтримку інноваційних структур, але при відсутності значних прямих державних капіталовкладень, податкові пільги, надані законодавством, не здатні заповнити нестачу довгострокового фінансування інноваційної сфери. Податкова система держави також не стимулює залучення коштів комерційних банків і бізнес-структур. Ситуація погіршується ще і високим рівнем ризику цих вкладень. Критичного стану набула зношеність наукового устаткування і матеріально-технічної бази науки. В Україні відсутні уповноважені загальнонаціональні та регіональні установи, що беруть участь у формуванні та реалізації державної інноваційної політики. Швидкість впровадження інновацій і перехід її на рівень масового виробництва уповільнюється і характеризується низьким рівнем сприйняття населенням інновацій, що є основним фактором, при задоволенні потреб.

Аналіз проблем інноваційної діяльності в країні вимагає активізації інноваційних процесів у промисловому виробництві, чому повинні сприяти такі фактори, як подолання нестачі власних коштів і розширення можливості залучення додаткових фінансових ресурсів. Інноваційна діяльність потребує кардинальних змін у динаміку бюдже-

тного фінансування. Також одним з основних напрямків має стати пільгове кредитування банками такої діяльності.

Можливим шляхом виходу зі сформованої ситуації може бути залучення акціонерного капіталу і формування ринку цінних паперів, здатних активізувати інвестування прогресивних технологій за допомогою випуску акцій юридично оформленими інвестиційними компаніями, що займаються розробкою проектів, які пройшли ретельну експертизу і забезпечать у майбутньому повернення вкладень. Реалізація цих заходів одночасно зменшить ризик інвестування в інновації.

Активізація інноваційної діяльності потребує удосконалення податкової політики відносно промислових підприємств, що розробляють, впроваджують інновації і виробляють інноваційну продукцію. На сьогодні в Україні на порядку денному стоїть питання щодо розробки та запровадження механізму надання пільг таким підприємствам, які можуть встановлювати податкові канікули, надавати дослідницькі податкові кредити з правом їх вилучати з оподаткованого доходу поточні витрати на дослідні та впроваджувальні роботи, надавати пільги зі сплати податку на додану вартість.

1. Концепція загальнодержавної програми розвитку промисловості України на період до 2017 р.. <http://industry.kmu.gov.ua/control/uk/>. 2. Інноваційний розвиток економіки: модель, система управління, державна політика / За ред. д-ра екон. наук, проф. Л. І. Федулової. – К.: "Основа", 2005. – 552 с., с. 433. 3. Зінченко А. П., Ільчук В. П. "Розвиток інноваційної інфраструктури як базового елементу міської інноваційної системи" – К.: 2005, "Наука та інновації", № 6. 4. Поручник А. М., Антонюк Л. Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: Монографія. – К., КНЕУ, 2000, – 172с. 5. Говоруха Ж. А. Питання розвитку інноваційної діяльності підприємств України // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – № 8 (74). – С. 107–115.

Надійшла до редколегії 25.02.10

М. Мошкова, асп.

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ ІПОТЕЧНИХ АКТИВІВ: ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

З'ясовано особливості механізму сек'юритизації іпотечних активів у світовій практиці, здійснено аналіз розвитку сек'юритизаційних операцій на прикладі розвинених країн, а також визначено проблеми та перспективи розвитку сек'юритизації у вітчизняній практиці.

It is found especially the securitization of mortgage assets mechanism in the world, analyzed the development operations of securitization in case of developed countries, and identified the problems and prospects of development of securitization in domestic practice.

Практика реалізації сек'юритизації як особливої форми рефінансування активів була започаткована у 80-х рр. у США. Протягом останніх 20 років відбулося бурхливе зростання її обсягів, а основними активами, що можуть бути сек'юритизованими, стали іпотечні активи та комерційні активи. Як результат, з'явилося нове поняття – структурне або структуроване фінансування, яке передбачає унікальну можливість перетворення низько ліквідних активів у грошові ресурси для економічних суб'єктів. Однак не лише цей факт свідчить про важливість досліджень у цій сфері, але й той факт, що структурне фінансування може призводити до суттєвих проблем в тому випадку, коли активи, які підлягають сек'юритизації, мають низьку якість. Саме це стало причиною глобальної фінансової кризи, яка на декілька років увесь світ відкинула назад у економічному

розвитку. Зважаючи на те, що у вітчизняній практиці цей напрямок лише розпочав формуватися, необхідно розкрити проблеми, які перешкоджають розвитку сек'юритизації, а також визначити перспективи її розвитку з огляду на світову фінансову кризу.

Вище окреслені проблемні питання досліджують як зарубіжні, так і вітчизняні вчені. Так, Девідсон Е., Сандерс Е. зосереджені на дослідженні структурованого іпотечних активів на прикладі США [6]. Бакланова В. досліджує не тільки на ринок світової сек'юритизації, але й визначає причини виникнення іпотечної кризи в США та перетворення її на глобальну фінансову кризу [3], Аксьонов І. актуалізує питання про причини розвитку сек'юритизації активів в США [1]. Базилевич В. та Погорельцева Н. здійснюють глибокий аналіз іпотечного

ринку загалом та практики сек'юритизації у світі зокрема [2]. Версаль Н. аналізує європейський ринок іпотечних цінних паперів, акцентуючи увагу на тому, що на ньому можуть бути представлені як звичайні, так і структуровані іпотечні цінні папери [4].

Метою статті є з'ясування особливостей механізму сек'юритизації іпотечних активів у світовій практиці та визначення основних проблем та перспектив розвитку сек'юритизації у вітчизняній практиці.

Сек'юритизація в загальному вигляді являє собою "... фінансування або рефінансування будь-яких активів компанії, які генерують дохід, наприклад, прав вимог ... шляхом "перетворення" таких активів в ліквідну форму через випуск облігацій або інших цінних паперів" [7, с. 2]. Такими активами у світі можуть бути права вимоги, поперше, за кредитними картками, по-друге, за автокредитами, по-третє за іпотечними кредитами, по-четверте, за споживчими кредитами, по-п'яте, за дебіторською заборгованістю і т. д. Наведений перелік свідчить про те, наскільки різноманітними можуть бути активи, що підлягають сек'юритизації. Проте головні правила сек'юритизації залишаються незмінними, а саме активи повинні мати:

- родові ознаки, за якими їх можна виокремлювати у відповідні групи за строками, ставками, валютами тощо;
- чіткий механізм виділення з загальних активів оригінатора (власника активів, що підлягають сек'юритизації), оскільки їх виокремлення не дозволяє в разі його банкрутства вчиняти стягнення на активи, що були сек'юритизовані;
- ефективний механізм передачі активів спеціально створеній компанії без будь-яких обмежень, зокрема таких, як заборона на відступлення дебіторської заборгованості, необхідність повідомлення боржника про відступлення прав вимоги до нього, необхідність реєстрації передачі активів тощо.

Дотримання вище зазначених вимог і робить такою привабливою сек'юритизацію як для оригінаторів, так і для інвесторів.

У світовій практиці виокремлюють три основні види сек'юритизації [7, с. 5]:

- класична сек'юритизація на основі "дійсного продажу" – це операція, яка передбачає продаж банком своїх активів спеціально створеній компанії (спеціальної юридичній особі або SPV), яка своєю чергою фінансує придбання цих активів шляхом випуску цінних паперів на ринку капіталу;
- синтетична сек'юритизація – це операція, яка не передбачає продаж банком жодних активів, однак за якої відбувається передавання ризику збитків за деякими активами SPV або іншому банку зі сплатою відповідної премії;
- сек'юритизація бізнесу – це операція, що дуже схожа на кредитну, яка забезпечується всіма активами, що спроможні генерувати доходи. Для надання кредиту SPV використовує надходження від емісії цінних паперів на ринку капіталу, а компанія обтяжує все більшу частину своїх активів на користь інвесторів в цінні папери.

Серед названих видів сек'юритизації найбільшого поширення набула саме класична сек'юритизація. Друге місце належить синтетичній сек'юритизації, але у світлі останніх подій її обсяги постійно зростають. Ці два види сек'юритизації активно використовуються фінансовими посередниками, а от сек'юритизація бізнесу найбільшого поширення набула у Великобританії саме для торговельних та виробничих підприємств. Зважаючи на те, що наша увага прикута в основному до класичної сек'юритизації, насамперед, іпотечних активів, зупинимо увагу на складі її учасників та механізмі реалізації (табл. 1, рис. 1).

Таблиця 1. Основні учасники та їх повноваження у реалізації сек'юритизації

Учасники сек'юритизації	Повноваження
Оригінатор	Власник іпотечних активів, що можуть бути сек'юритизовані. Оригінаторами можуть бути банки та інші фінансово-кредитні установи, що надають іпотечні кредити.
Спеціальна юридична особа (SPV) або емітент	Викуповує іпотечні активи у банку – оригінатора та емітує цінні папери. Є безпосереднім тримачем іпотечних активів.
Сервісер	Обслуговує іпотечні активи (досить часто оригінатор та сервісер є однією особою).
Резервний сервісер	Обслуговує активи у випадку, якщо їх не може обслуговувати сервісер, або в тому випадку, якщо SPV скористається своїм правом відмінити призначення сервісера.
Хедж-провайдер	Здійснює хеджування будь-яких валютних або процентних ризиків, які можуть виникнути у емітента структурованих цінних паперів.
Адміністратор грошових потоків	Надає емітенту банківські послуги або послуги з управління грошовими потоками.
Андеррайтер	Здійснює оцінювання та підтримання ціни цінних паперів, а також бере участь у структурованні угоди.
Рейтингове агентство	Визначає рейтинг забезпечених активами цінних паперів. Існує лише три основних агентства в сфері сек'юритизації: Stanadard & Poor's, Moody's, Fitch.
Адміністратор по цінним паперам	Представляє інтереси інвесторів – тримачів цінних паперів, що забезпечені активами.
Аудитор	Виконує аудиторську перевірку пула активів, що може додатково вимагатися інвесторами.
Інвестори	Купують цінні папери, що забезпечені активами. Ними можуть бути банки, інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії, хедж-фонди і т.д.

Джерело: складено автором на основі [6, с. 23–24; 7, с. 12].

Наведений перелік учасників сек'юритизації та відповідних їм повноважень свідчить наскільки складним є процес структуровання особливо в сучасних

умовах, коли інвестори вимагають не тільки високого рівня доходності, але й належного рівня безпеки цінних паперів.

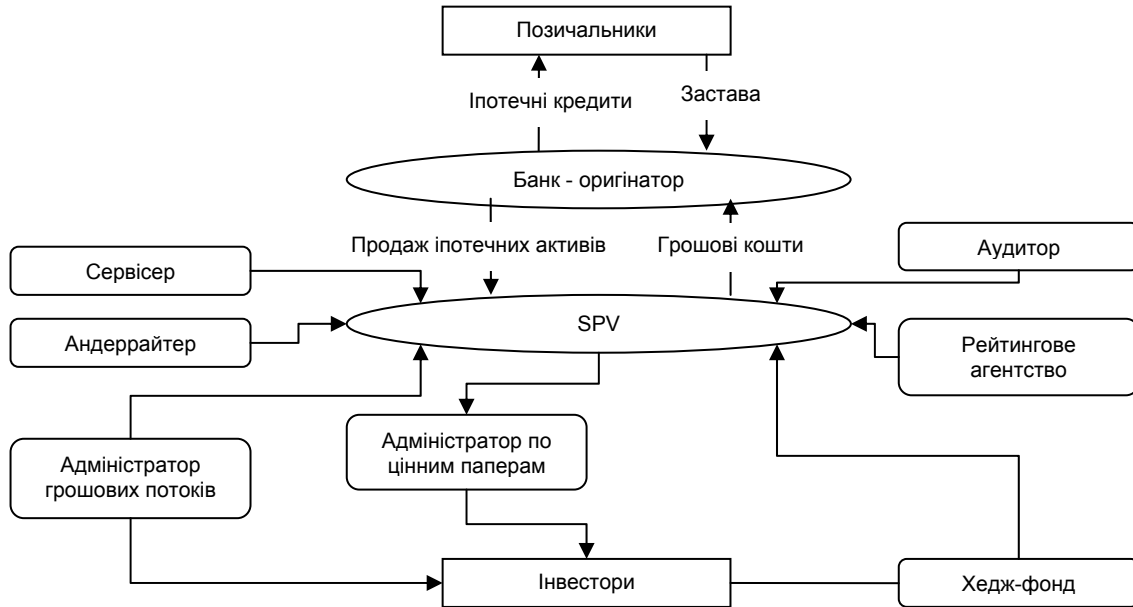


Рис. 1. Механізм класичної сек'юритизації на основі дійсного продажу

Джерело: побудовано автором на основі табл. 1.

Механізм класичної сек'юритизації надзвичайно поширений у світі і стосується, як ми вже зазначали не тільки іпотечних, але й комерційних активів. В кожному регіоні співвідношення між цінними паперами, що випускаються на основі відповідної групи активів, є різним, оскільки це обумовлено специфікою надання кредитів. Зважаючи на те, що сек'юритизація значного поширення набула у США та країнах Європи, зупинимося на розгляді їх практики в сфері добору активів для сек'юритизації протягом 2005–2008 рр. (рис. 2). Період для аналізу був обраний з тією метою, щоб розглянути, по-перше, нормальну ситуацію, що складалася на ринку сек'юритизації до кризи (2005–

2006 рр.), а по-друге, кризову ситуацію (2007–2008 рр.), яка мала серйозні наслідки для ринку сек'юритизації як в США, так і Європі. Також не можемо не зупинити увагу на тому факті, що як різняться види активів, що стають об'єктом сек'юритизації, так і цінні папери різняться за видами активів. Для узагальнення інформації ми будемо виокремлювати два основні види цінних паперів, які виникають на основі сек'юритизації: іпотечні цінні папери (MBS) та цінні папери, забезпечені не іпотечними активами (ABS). В свою чергу серед ABS виділяють цінні папери, які забезпечені кредитами за кредитними картками, автокредитами, лізинговими кредитами і т. д.

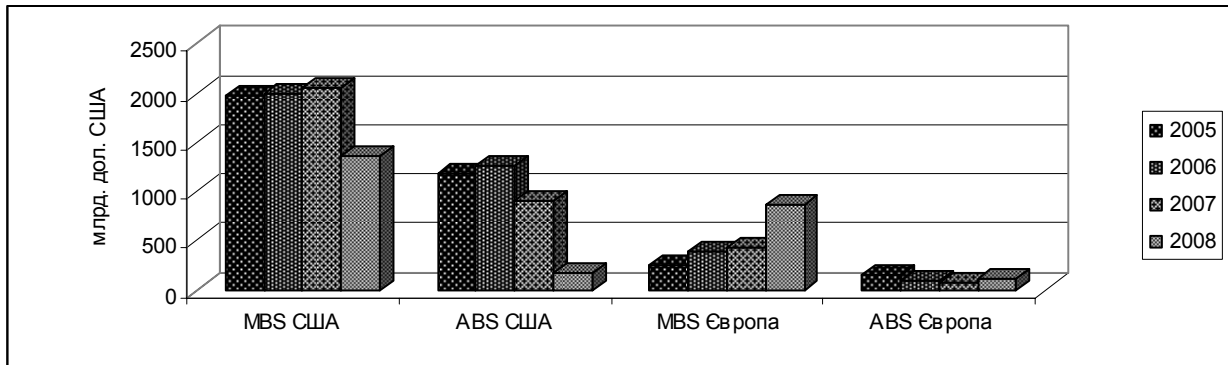


Рис. 2. Випуски цінних паперів, забезпечених іпотечними та не іпотечними активами в США та країнах Європи за період 2005–2008 рр., млрд. дол. США

Джерело: побудовано автором на основі [3].

Очевидним фактом залишається лідерство США у здійсненні сек'юритизаційних операцій, де обсяги випуску структурованих цінних паперів у 2007 р. сягнули 3 трлн. дол. США, з них 70 % припадало саме на іпотечні цінні папери. Європа традиційно знаходиться на другому місці з обсягом випущених структурованих цінних паперів у 2007 р. 500 млрд. дол. США, з них 85 % – іпотечних цінних паперів. Однак протилежними є тенденції, які з'явилися у 2008 р. під впливом іпотечної кризи. Якщо в США відбулося скорочення сек'юритизаційних операцій у 2 рази, причому в сегменті іпотечних цінних паперів на 44 %, а в сегменті ABS на 82 %, то в Європі обсяги випусків MBS зросли у 2 рази, відповідно ABS – у 1,4 рази (рис. 2). Наведені дані є свідченням, по-перше, вищого рівня надійно-

сті MBS у порівнянні ABS, по-друге, європейський ринок сек'юритизації має певний запас міцності, що обумовлено вищою якістю активів, що підлягають сек'юритизації. В цьому аспекті також не можемо не відзначити той факт, що саме учасники європейського ринку сек'юритизації як шлях виходу з глобальної фінансової кризи пропонують запровадити жорсткіші вимоги до розкриття інформації щодо якості активів та підвищити вимоги рейтингових агентств до їх оцінювання.

В Україні сек'юритизаційна операції досі не набули широкого поширення, оскільки для того, щоб ринок сек'юритизації запрацював необхідна і відповідна нормативно-правова база, і наявність значної кількості учасників (табл. 1). Загалом, проблеми у запровадженні класичної

сек'юритизації в Україні можна розглядати у декількох площинах, а саме: нормативно-правове забезпечення, інституціональне забезпечення, розвиненість фондового ринку. Головною проблемою нормативно-правового забезпечення залишається його неузгодженість в контексті іпотечних цінних паперів, оскільки на території України можуть обертатися як іпотечні облигації, так і іпотечні сертифікати. Відмінності між цими цінними паперами можна чітко зрозуміти із законодавства, проте виникає питання, чи варто нам використовувати таку значну кількість іпотечних цінних паперів, коли у світі визначені види саме облигацій, забезпечених активами. Крім того, ДКЦГФР не надає інформацію щодо випусків іпотечних сертифікатів. Також у зв'язку з тим, що сек'юритизація набуває значних обертів у світі, варто, на нашу думку, розробити проект Закону "Про сек'юритизацію", в якому б визначався й інституціональний склад учасників, їх повноваження, а також види активів, які можуть бути сек'юритизовані, і нарешті, види сек'юритизації, які можливо використовувати в Україні. Що ж стосується другої площини проблем – інституціональної, то на сьогодні в Україні створена лише одна установа, без якої реалізація сек'юритизації неможлива, – Державна іпотечна установа (ДІУ), яка має всі повноваження, щоб виступати в ролі SPV. Однак з моменту створення ДІУ не було випущено жодного структурованого іпотечного цінного папера. У 2008 р. ДІУ здійснила випуск звичайних іпотечних облигацій на суму 200 млн. грн. Хочемо підкреслити, що іпотечні облигації мали назву саме "звичайні", хоча згідно Закону України "Про іпотечні облигації" ДІУ мала б випускати лише структуровані іпотечні облигації, оскільки емітентом звичайних іпотечних облигацій має бути іпотечний кредитор, а емітентом структурованих іпотечних облигацій має бути спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облигаціями лише іпотечним покриттям [5]. Також набирає обертів діяльність вітчизняного рейтингового агентства – "Кредит-Рейтинг", проте викликає занепокоєння той, факт, що іпотечні цінні папери матимуть рейтинг лише одного рейтингового агентства, позаяк світова фінансова криза висвітлила проблему зловживань у присвоєнні неадекватних рейтингів. Що ж стосується усіх інших учасників сек'юритизаційного процесу, то вони знаходяться у стадії становлення, зокрема ті установи, які мали б убезпечувати інвесторів від

ризиків. Та й сам інститут інвесторів в Україні є незначним, оскільки формування повноцінного фондового ринку в Україні було загальмовано через кризу. Зважаючи на те, що вихід з кризи буде довготривалим процесом, відновлення практики сек'юритизації в Україні відбудеться через декілька років. Це обумовлюється також і тим, що банки припинили надання кредитів, які найчастіше є об'єктом сек'юритизації.

Таким чином, сек'юритизація є надзвичайно складною операцією структурного фінансування, що набула значного розвитку на початку ХХІ ст. Об'єктами сек'юритизації можуть бути як іпотечні, так і не іпотечні активи, проте в більшості регіонах світу превалює саме сек'юритизація іпотечних активів. З розвитком сек'юритизаційних операцій відбувалося їх ускладнення, у зв'язку з чим на сьогодні реалізується не тільки класична сек'юритизація, але й синтетична сек'юритизація та сек'юритизація бізнесу. В Україні були закладені підвалини для здійснення сек'юритизації, проте на сьогодні необхідно констатувати, що існують серйозні проблеми у подальшому її розвитку, що обумовлено недосконалим нормативно-правовим забезпеченням, відсутністю сформованої системи учасників сек'юритизаційного процесу, гальмуванням розвитку фондового ринку в Україні. Глобальна фінансова криза суттєво ускладнює подальше впровадження сек'юритизації в практику вітчизняних банків, у зв'язку з чим відновлення зацікавленості до здійснення цієї операції уможливиться лише у разі позитивних змін в економіці країни загалом.

1. Аксенов И. Этапы развития секьюритизации в США: 1930–2008 // Энциклопедия Российской Секьюритизации 2008. – Санкт – Петербург, 2008. – С. 27–38. 2. Базилевич В. Д., Погорельцева Н. П. Ипотечный рынок: [монография]. – К.: Знання, 2008. – 717 с. 3. Бакланова В. Обзор состояния мирового рынка секьюритизации в 2009 году // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/files/articles/2009/baklanova-2.pdf>. 4. Версаль Н. І. Европейський ринок іпотечних цінних паперів: сучасний стан та перспективи розвитку в умовах глобалізації // Фінанси України. – № 9. – С. 70 – 80. 5. Закон України "Про іпотечні облигації" № 3273-IV від 22.12.2005 // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3273-15&p=1250499220349272>. 6. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон [и др.]; пер. [с англ. яз.] О. В. Смородинова при участии В. Качуро. – Москва: Вершина, 2007. – 592 с. 7. Секьюритизация в России: пути развития рынка и снижения стоимости заимствований // Доклад рабочей группы Международной финансовой корпорации. – Вашингтон: МФК, 2005. – 84 с.

Надійшла до редколегії 25.02.10

Г. Урсуленко, асп.

БАЗЕЛЬ II: ВИМІРЮВАННЯ БАНКІВСЬКИХ РИЗИКІВ ТА УПРАВЛІННЯ НИМИ

Важливість показників ризику полягає у спробі виміряти різницю між очікуваним та фактичним прибутком, враховуючи гіпотезу про нормально-розподілені величини. У статті розглядається угода Базель II, абсолютні та відносні показники ризику, а також обмеження в їх застосуванні.

The abundance of risk metrics stems from the effort to measure the difference between the expected and actual returns, under a hypothesis of normality. The article depicts the Basel II accord, absolute and relative risk metrics, limitation of their usage.

Попередження криз безпосередньо пов'язано з виявленням ризиків та управління ними. Прикладом застосування у міжнародній практиці методів оцінки ризиків є Базельська угода щодо достатності власного капіталу (так звана "Міжнародна конвергенція вимірювання капіталу та стандартів капіталу: нові підходи" або "Базель II"), у якій достатність капіталу визначається за допомогою коефіцієнтів, що враховують кредитний, ринковий та операційний ризики [1]. Основною метою угоди є підвищення якості управління ризиками у банківській справі, що, у свою чергу, повинно зміцнити стабільність фінансової системи в цілому.

Побудова стабільної та ефективної банківської системи – це актуальна задача, яку можливо вирішити шляхом підвищення рівня капіталізації та внутрішнього контролю банків. Зі зростанням об'ємів кредитування ростуть ризики банківської системи, які потрібно оцінювати, вимірювати та мінімізувати.

Проблемою Базеля II, його впливу на економіку та банки України, а також аналізом його основних складових (так званих основ) займалися такі дослідники, теоретики та практики банківської справи: О. Дзюблюк, А. Мороз, В. Вітлінський, Л. Примостка, В. Кротюк, О. Куценко, А. Камінський, А. Кияк, В. Тичина, О. Задніпровська, В. Горбачук. Для України в умовах євроінтеграції створення ефективної банківської системи та залучення світового досвіду – це одні з найактуальніших питань, від вирішення яких залежить стабільність усієї фінансової системи.

Не вирішені раніше частини загальної проблеми. Рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду створені для підвищення чутливості банківського капіталу відносно ризиків, застосування покращених методів в управлінні ризиками та ефективної роботи з ризиками. Саме тому національні органи влади та нагляду повинні якнайшвидше адаптувати банківську систему до нових