

І. М. Перепаддя,
аспірант, Інститут світової економіки та міжнародних відносин НАН України

СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ ЯК ІННОВАЦІЙНОГО СПОСОБУ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСУВАННЯ

У статті досліджено сучасний стан сек'юритизації активів на світовому фінансовому ринку, визначено передумови та основні недоліки механізму сек'юритизації, що спричинили недовіру інвесторів та скорочення обсягів сек'юритизації. Проаналізовано основні заходи на глобальному та національному рівнях, спрямовані на відновлення ринків сек'юритизації активів. Визначено перспективи подальшого розвитку сек'юритизації активів у світі.

In the article the current situation of asset securitization at the international financial market is investigated, the preconditions and negative features of securitisation mechanism, that caused investors' distrust and decrease of securitization volumes are defined. Main measures at the global and national levels undertaken in order to restore asset securitization markets are analyzed. Future prospects of asset securitization development in the world are defined.

ВСТУП

Ринки сек'юритизації активів та структурованого фінансування мають велике значення для міжнародного фінансового ринку, а отже, і для розвитку світової економіки в цілому. Відсутність нормального функціонування ринку сек'юритизації може мати негативний вплив на споживачів, банки, емітентів та інвесторів, спричинивши зниження економічної активності, скорочення робочих місць та інші наслідки у майбутньому. Зокрема, банки можуть бути позбавлені одного з інструментів управління ризиками та диверсифікації джерел фінансування з метою звільнення капіталу для своєї діяльності, а інвестори — отримати більш високий рівень ризику за активами, що є значною частиною їх портфелів тощо.

Відсутність ефективного та функціонуючого ринку створює значну загрозу подальшому економічному зростанню. Базуючись на обґрунтованих оцінках та припущеннях, за відсутності ринків сек'юритизації банки можуть не видати близько 2 трлн. дол. США у вигляді кредитів упродовж наступних трьох років. Багато фінансових установ вже скорочують свої баланси, підвищують кредитні вимоги до позичальників та обмежують ресурси, що мали б бути вкладені в сек'юритизацію активів [1, с. 9].

Приймаючи до уваги вищезазначене, поточна криза на ринках сек'юритизації потребує невідкладних та скоординованих заходів для відновлення довіри інвесторів та інших учасників ринку.

Дослідження питань сек'юритизації активів у контексті сучасної світової фінансової кризи знайшли своє

відображення в наукових працях як вітчизняних, так і зарубіжних економістів, зокрема Г. Бера, І. Бураковського, Е. Девідсона, О. Плотнікова, Ж. Роббе, О. Рогача, А. Філіпенка тощо.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Дослідити сучасний стан сек'юритизації активів, а також визначити перспективи її подальшого розвитку за допомогою аналізу останніх змін у механізмі функціонування світового фінансового ринку.

РЕЗУЛЬТАТИ

Історично сек'юритизація активів надавала значні вигоди споживачам, інвесторам, фінансовим установам та економіці в цілому. Сек'юритизація сприяла зниженню вартості іпотечних кредитів, кредитів на придбання автомобілів тощо, а також сприяла зростанню загальної позиції кредитів у економіці. Наприклад, фінансові установи США сек'юритизували приблизно 46% кредитів, виданих в період з 2005 по 2007 рік. Сек'юритизовані продукти використовувались для фінансування близько 30—75% кредитування на різних ринках на загальну суму 16 трлн. дол. США. В галузі кредитних карток банки сек'юритизували близько 50—60% своїх активів. Але в деяких галузях сек'юритизація використовувалась для 90% продажів автомобілів, що фінансувались за рахунок цінних паперів, забезпечених кредитами на авто. На сьогоднішній день лише близько 30% громадян США не мають іпотечних кредитів [2, с. 10]. Ступінь використання сек'юритизації активів у США показаний на рис. 1.

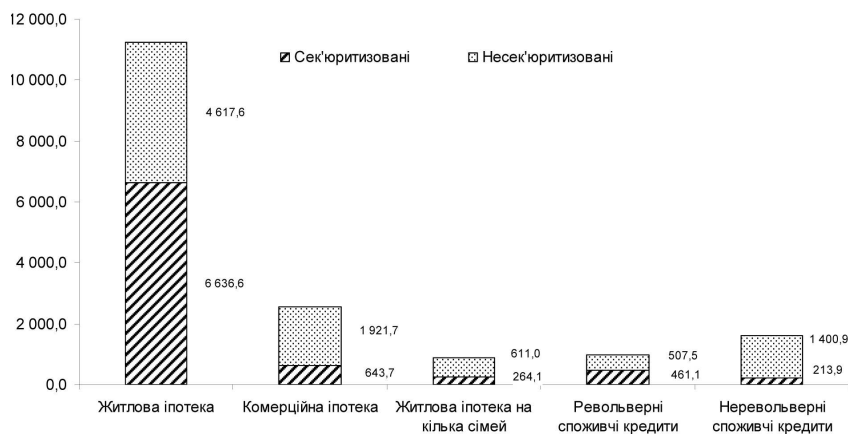


Рис. 1. Сек'юритизовані та несек'юритизовані активи в США, млрд дол. США [2, с. 11]

В Європі від 14% до 55% загальної кількості іпотечних кредитів, що були видані у період з 2000 по 2006 рік фінансувались за рахунок цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами, та покритих облігацій. Капітал, що звільнявся в результаті сек'юритизації активів, можна було знову вкладати в економіку США та ЄС на користь споживачів та бізнесу [1, с. 2].

На сьогоднішній день активи на загальну суму близько 8,7 трлн. дол. США фінансуються за допомогою сек'юритизації, причому банки виступають основними оригінаторами. У найближчій перспективі прогнозується, що будь-які нові боргові емісії будуть невеликими за розмірами та короткостроковими, при цьому банки намагатимуться використовувати цінні папери, забезпечені урядом, для заміщення сек'юритизованого боргу.

Слід зазначити, що сек'юритизація залишається життєздатним інструментом і має використовуватися для стабілізації ситуації і виходу зі світової фінансової кризи. Однак для того, щоб сек'юритизація активів мала змогу повернутися, вона має бути простою та прозорою.

Для того, щоб ринки знову почали отримувати фінансування за рахунок сек'юритизації активів, необхідним є проведення певних заходів, серед яких ключову роль мають відіграти урядові ініціативи і програми. Також критичним є вирішення питання відновлення довіри до рейтингових агентств, а також певних питань бухгалтерського обліку, таких як визначення вартості цінних паперів за відсутності активності на фондовому ринку.

З метою подолання кризової ситуації на ринку сек'юритизації активів у США були розроблені та запропоновані наступні інструменти надання коштів фінансовим установам для підтримки ринкової ліквідності та розвитку кредитування, пов'язані з сек'юритизацією активів.

1. Дисконтне вікно: звичайна програма "кредитора останньої інстанції", що являє собою механізм кредитування центральним банком інших банків шляхом проведення з ними операцій з обліку векселів або шляхом надання прямих кредитів, забезпечених заставою державних цінних паперів. Має два види — для установ з добрим фінансовим становищем за визначенням Федеральної резервної системи та для установ з поганим фінансовим становищем з більш високою процентною ставкою.

2. Аукціони зі строкового фінансування (TAF): перша програма Федеральної резервної системи щодо стабілізації ліквідності, яка довела свою ефективність. За цією програмою Федеральна резервна система надає

кошти на термін у 28 днів, згодом термін було подовжено до 84 днів, під заставу активів банків-учасників.

3. Програма кредитування за строковими цінними паперами (TSLF): на відміну від попередніх видів фінансування, дана програма призначена лише для первинних дилерів. Для скорочення ефекту впливу траншів додаткової ліквідності на загальний рівень банківських резервів програма була створена у вигляді свопу на активи. Первинні дилери віддають у заставу набір активів та платять спред за отримання загальної застави у вигляді облігацій Державного Казначейства США. Спред дорівнює різниці ставок за операціями РЕПО між отриманими облігаціями Державного Казначейства США та наданою заставою.

4. Кредити для первинних дилерів (PDCF): покриті кредити, подібні до дисконтного вікна, але доступні первинним дилерам. Ставка та строк кредитів такий самий, як при дисконтному вікні, та будь-які активи можуть бути надані в заставу.

5. Програма надання ліквідності взаємним фондам операцій на грошовому ринку (AMLF): програма надає кредити банкам для викупу комерційних цінних паперів, забезпечених активами, у взаємних фондів операцій на грошовому ринку.

6. Програма строкового кредитування цінних паперів, забезпечених активами (TALF): програма, спрямована на відновлення ліквідності на ринку цінних паперів, забезпечених активами, та поновлення кредитування споживачів. Федеральна резервна система надаватиме кредити інвесторам у цінні папери, забезпечені кредитами на авто, на студентське навчання, надходженнями за кредитними картками тощо, які мають найвищий рейтинг "AAA". У випадку дефолту застава за цінними паперами перейде до компанії спеціального призначення і перші втрати на суму 20 трлн. дол. США понесе Державне Казначейство США через фонди Програми оздоровлення неякісних активів (TARP).

Незважаючи на те, що ці та інші програми кредитування стабілізували банківську систему та врятували банки від банкрутства, значного сплеску банківського кредитування не відбулося [2, с. 13—14].

За прогнозами, поступове відновлення сек'юритизованих продуктів відбуватиметься еволюційним шляхом, але у випадку погіршення економічних умов очікується, що інвестори можуть відновити довіру до сек'юритизованих активів. З часом банки та корпорації матимуть менше активів для сек'юритизації, але їх якість суттєво підвищиться [2, с. 3].

Фінансові ринки змінюються дуже швидко, і банки повинні адаптувати свої бізнес-моделі до цих нових умов. Упродовж останніх років сек'юритизація активів була основним інструментом для залучення американського іпотечного боргу та його розповсюдження по всьому світу, через що постраждало багато неамериканських інвесторів. Зростанню обсягів випусків сприяли випуски облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями, що включали в себе боргові зобов'язання з рейтингами інвестиційного рівня "AAA" та "BBB" (сек'юритизація другого рівня). У той час, коли позичальники вперше отримували зміни умов за кредитами, як правило, через 2—3

роки, якість обслуговування боргу різко знижувалась. За близько 70—75% субстандартних іпотечних кредитів вперше умови змінювались через два роки з дати надання кредиту, а додаткові зміни відбувались кожні 6 місяців. За 5—10% кредитів перша зміна умов відбувалась через три роки, а наступні — кожні 6 місяців. 20% субстандартних кредитів мали фіксовану процентну ставку. Іноді рефінансування іпотечного кредиту було єдиним виходом продовжити обслуговування кредиту, що в свою чергу залежав від зростання цін на житло. З'явилося замкнене коло, яке і призвело до фінансової кризи на ринку сек'юритизації активів [2, с. 5].

Процес розпочався завдяки інвесторам, які шукали інвестиційну альтернативу корпоративному боргу через банкрутство таких компаній, як Енрон та ін. Учасники ринку вкладали свої кошти в різні форми сек'юритизації активів з високою дохідністю та боргові зобов'язання країн, що розвиваються. Наприкінці 2004 року дохідність операцій сек'юритизації зменшилась і інвестори були змушені скорочувати обсяги фінансування та витрати на регулятивний капітал. У результаті репо-фінансування зросла кількість угод за участю кондуїтів та компаній спеціального призначення.

Загалом сек'юритизація та створення спеціальних позабалансових інструментів призвели до появи трьох основних проблем:

- 1) створення додаткових можливостей для торгівлі ризиками з метою їх хеджування (страхування);
- 2) модель "емітуй та розподіляй" не передбачає адекватної оцінки позичальника;
- 3) відсутність у учасників торгівлі цінними паперами інформації щодо забезпечення за цінними паперами.

Все це призвело до того, що реальну вартість з урахуванням всіх ризиків кінцевий власник цінного паперу просто не міг оцінити [3, с. 24—26].

Після початку фінансової кризи Банк Міжнародних Розрахунків, країни великої сімки та МВФ, а також центральні банки (Федеральна резервна система, ЄЦБ та Банк Англії) активно займаються пошуком виходу з ситуації, що склалася. Затримка впровадження необхідних заходів є підтвердженням того, що в результаті глобалізації нова світова фінансова система відрізняється тісними взаємозв'язками, побудованими на довірі, яку дуже важко відновити у випадку зникнення.

Раптова втрата довіри вперше перекинула джерела ліквідності для емітентів цінних паперів, забезпечених активами, в серпні 2007 року, а згодом криза довіри поступово розповсюдилась на ринки строкового боргового фінансування. Після банкрутств американських банків Lehman Brothers та Washington Mutual не тільки строкове, але й короткострокове фінансування отримати було дуже важко. Виникла потреба у значних інтервенціях уряду для забезпечення ліквідності, фінансування та рекапіталізації банків. У результаті цієї підтримки банки можуть зараз випускати облігації, гарантовані урядом, та використовувати різноманітні програми короткострокового фінансування. Сек'юритизовані продукти можуть допомогти в залученні довгострокового фінансування, але через вирішальну роль, яку вони відіграли у теперішній кризі, багато учасників ринку недооцінюють їх значення при врятуванні від кризи [2, с. 13].

Традиційна сек'юритизація може запропонувати багато інструментів в умовах теперішньої кризи. Відокремлення ризику активу від ризику оригінатора має свою цінність, як і розподіл пулу активів за траншами відпові-

дно до ризиків та строків. Ці механізми працювали протягом багатьох років до того часу, поки технологія залучення коштів за допомогою облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями не спричинила кризу на ринку субстандартних кредитів. На сьогоднішній день рівень дохідності угод сек'юритизації активів є безпрецедентно високим, що робить їх не конкурентоздатними порівняно з простим балансовим кредитуванням, а дуже багато учасників ринку хотіли б конвертувати близько 8 трлн. дол. США у вигляді сек'юритизації активів у балансове фінансування. Беручи до уваги обсяги необхідного фінансування та кредитний ризик, такий балансовий підхід є неможливим без допомоги наявної інфраструктури ринків сек'юритизації. Зокрема, стабільна кредитна природа та диверсифікація, доступна через однорівневі сек'юритизовані продукти, є необхідними для фінансування поточних потреб економіки. Однак основною умовою повинно стати те, що інвестори будуть цікавитись сек'юритизованими продуктами не тільки через їхню привабливу дохідність, але й стабільні кредитні характеристики [2, с. 6].

Беручи до уваги існуючу нестабільність на ринку, якщо сек'юритизація активів має бути інструментом фінансування, вона потребує регулятивної допомоги. Регулятори знаходяться лише на початку розробки спеціальних заходів та політики щодо сек'юритизації. Лідери країн великої сімки, а також інші уряди та регулятори, усвідомлюючи, що неможна усунути сек'юритизоване фінансування на суму понад 8 трлн. дол. США, на початку жовтня 2008 року, створили спеціальний план, крім того, з'явилися нові рекомендації SIFMA щодо відновлення довіри до ринку сек'юритизації. Регулятивні заходи повинні бути спрямовані на основу поточних проблем ринку сек'юритизації активів, а не надлишкове її регулювання і сприяння тому, щоб цей вид залучення фінансування став економічно не вигідним для емітентів. Для відновлення ринків сек'юритизації активів пропонуються наступні заходи.

— Наведення порядку в системі. Здорові фінансові установи повинні мати можливість знову розпочати кредитування та змусити капітал працювати за рахунок списання накопичених резервів цінних паперів та відповідних активів, що створюють технічну надлишкову пропозицію на ринку. Урядове фінансування має стати першим кроком для викупу цих активів, але пряма купівля сприяла б створенню стабільного ринку.

— Відновлення довіри до рейтингів. При встановленні рейтингів необхідно дотримуватися певних стандартів з використанням історичних даних, а саме — використання рейтингів повинно доповнюватися повним аналізом.

— Буферизація структури сек'юритизованих продуктів. Емітент має нести різницю між доходами, отриманими за кредитами, та виплатами за цінними паперами, забезпеченими такими кредитами, а в деяких випадках має вимагатися додаткове кредитне забезпечення.

— Спрошення та створення прозорих продуктів. Для вдосконалення прозорості необхідно створити спеціальний інститут, який збиратиме та обновлятиме інформацію щодо застави та робитиме її доступною для інвесторів.

— Усунення регуляторної та бухгалтерської невпевненості. Спеціальне керівництво є необхідним для пояснення, що оцінки на основі ринкової моделі є прийнятними і в "неактивних" ринках. Це надасть можливість інве-

сторам купувати більш сильні кредити, не побоюючись майбутніх технічних втрат.

— Відновлення попиту. Банки та інші інвестори у інструменти з плаваючою процентною ставкою вимагатимуть високоякісного використання нещодавно збільшеної капітальної позиції. Для цього уряди повинні заохочувати банки, що нещодавно отримали надходження капіталу, використати його частину на купівлю сек'юритизованих активів та кредитів [2, с. 6—7].

У недавньому минулому сек'юритизація активів виступала основним інструментом фінансування банків, а зараз вважається однією з основних причин теперішньої фінансової кризи. Це є частково вірним, оскільки легкий доступ до фінансування спричинює накопичення боргових зобов'язань, що не відбувалося б у зворотному випадку. Однак сприятливі економічні умови минулих років — низька інфляція, низькі процентні ставки, скорочення волатильності на макроекономічному рівні, потужне глобальне зростання — також сприяли буму цін на активи в останні роки, який закінчився кризою.

Нещодавній звіт Банку Англії щодо фінансової стабільності чітко визначає природу даного питання: "З часом стало зрозумілим, що проблеми у банківській системі є глибшими, пов'язаними зі структурною слабкістю банківських балансів, а саме:

— зростанням агрегованих балансів, яке відбувалось в багато разів швидше, ніж зростання економіки;

— перевагою окремих видів активів, вартість, кредитна якість та ліквідність яких були невизначеними — кредитування домашніх господарств або корпорацій з високим ризиком або вкладання коштів у складні цінні папери;

— залежністю структури зобов'язань від наявності великих сум короткострокового фінансування;

— зниженням рівнів достатності капіталу по відношенню до вищезазначених балансових ризиків за умов зазначеної структури активів та пасивів;

— недооціненіми, але потужними взаємозв'язками між компаніями у світовій фінансовій системі [4, с. 9].

Зазначені структурні проблеми спричинили раптове зростання нестабільності влітку 2008 року, яке досягло своєї кульмінації у вигляді широкомасштабних урядових інтервенцій на підтримку фінансової стабільності у жовтні 2008 року.

Сек'юритизація активів загалом стала можливою завдяки прогресу в юридичних техніках та бухгалтерському обліку, що дало можливість вилучати активи з балансу оригінатора й ізолювати їх у траст. Така структура відокремлює активи та грошові потоки від ризику оригінатора (продавця).

У часи попередніх економічних криз зазначений фактор зазвичай робив сек'юритизовані продукти одним з найкращих способів отримання фінансування. Це демонструє той факт, що перші не агентські сек'юритизації активів були проведені для тих компаній, які не відповідали критеріям для отримання банківських кредитів (компанії International Harvester, Chrysler тощо). Таким чином, у випадку обмеженого доступу до банківського кредитування та ринків капіталу, а також різноманіття неякісних активів сек'юритизація є дієвим інструментом залучення фінансування [2, с. 10].

Здатність банків перетворювати проценти за цінними паперами на активи та доходи, і в той же час створювати структуру, захищену від банкрутства, надала бан-

кам можливість розширити кредитування та запропонувати джерело більш дешевого фінансування. За теорією, ризик є більш низьким за умови диверсифікації пулу активів. Зазначена інновація сприяла економічному зростанню та розвитку бізнесу. Оскільки сек'юритизація використовувалась все частіше, кредитори могли застосувати її до всіх активів свого балансу.

Однак, зазначена техніка фінансування має свої проблеми. За активами, що сек'юритизуються, відбувається переуступка боргу, а відносини між кредиторами та дебіторами, а також інвесторами повинні визначатися за договором. Через це сек'юритизовані продукти зазвичай містять певну премію за складність (та ліквідність), причому зазначена премія зменшується, коли довіра та впевненість інвесторів зростає. Роль рейтингових агентств була важливою, оскільки вони отримували інформацію та визначали ризики сек'юритизованих продуктів згідно рейтингів, за якими їх можна було порівняти з іншими борговими зобов'язаннями.

Для залучення у майбутньому інвесторів у сек'юритизовані продукти необхідно вирішити питання складності, непрозорості та неліквідності певних сек'юритизованих продуктів, а також питання втрати довіри до рейтингів.

ВИСНОВКИ

Проаналізувавши роль сек'юритизації активів у розвитку світового фінансового ринку, в тому числі у виникненні теперішньої фінансової кризи, слід відзначити, що в подальшій перспективі сек'юритизація може розглядатися в якості дієвого інструменту залучення фінансування банками та компаніями в усьому світі. Основною передумовою цього має бути проведення певної низки реформ на міжнародному та національному рівнях, спрямованих на усунення основних недоліків сек'юритизації, які були виявлені під час кризи. Додатковим свідченням життєздатності та перспектив сек'юритизації активів є її успішне використання в якості джерела фінансування під час попередніх фінансових криз. Приймаючи до уваги досвід розвинутих країн щодо відновлення ринків сек'юритизації активів, можна припустити, що даний інструмент матиме перспективи також і в контексті розвитку українського фінансового ринку.

Література:

1. Restoring confidence in the securitization markets. [Електронний ресурс] // Інтернет-ресурс "www.sifma.org". — 2008. — Режим доступу: http://www.sifma.org/capital_markets/docs/Survey-Restoring-confidence-securitization-markets.pdf.

2. Does the World Need Securitization? [Електронний ресурс] / Darrell Wheeler and others // Інтернет-ресурс "www.europeansecritisation.com". — 2008. — Режим доступу: http://www.europeansecritisation.com/Market_Standard/121208-Securitized%20Products-Restart%20Securitization.pdf.

3. Бураковський І.В., Плотніков О.В. Глобальна фінансова криза: уроки для світу та України. — Харків: Фоліо, 2009. — 299 с.

4. Financial Stability Report [Електронний ресурс] / Bank of England // Інтернет-ресурс "www.bankofengland.co.uk". — 2008. — Режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsr24sec1.pdf>

Стаття надійшла до редакції 27.04.2010 р.