

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

РЕФОРМУВАННЯ ЯК ОСНОВНА ПЕРЕДУМОВА ВІДНОВЛЕННЯ РИНКУ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ ПІСЛЯ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ 2008—2009 РОКІВ

У статті досліджено кон'юнктуру світового ринку сек'юритизації активів, визначені основні недоліки механізму сек'юритизації, що спричинили недовіру інвесторів та кризу на ринку сек'юритизації активів. Проаналізовано та систематизовано основні напрями реформування сек'юритизації активів, детально викладено зміст основних реформ, спрямованих на усунення виявлених недоліків та відновлення ринків сек'юритизації активів.

In the article the conjuncture of the global asset securitization market is investigated, the main negative features of securitisation mechanism that caused investors' distrust and crisis at the securitization market are defined. Main measures for reforming of asset securitisation in order to eliminate its negative features and restart asset securitisation markets are analysed, systematized and described in detail.

ВСТУП

Значення ринків сек'юритизації активів та структурованого фінансування для світового фінансового ринку, а отже, і для світової економіки важко переоцінити. Сек'юритизація була основним джерелом фінансування споживчого та іпотечного кредитування у багатьох країнах з розвинутою економікою та активно використовувалась у країнах з ринками, що формуються. Світова фінансова криза 2008—2009 років призвела до спаду і кризи на світовому ринку сек'юритизації активів, виявивши також суттєві недоліки цього механізму залучення коштів.

На сьогоднішній день актуальним є визначення основних проблем та недоліків механізму сек'юритизації, які призвели до кризи на ринку сек'юритизації активів. Враховуючи важливість функціонування ринків сек'юритизації для світових фінансових ринків, важливим є невідкладне проведення ряду реформ, спрямованих на усунення виявлених негативних моментів та відновлення нормального функціонування ринків сек'юритизації активів.

Дослідження питань сек'юритизації активів у контексті світової фінансової кризи знайшли своє відображення в наукових працях як вітчизняних, так і зарубіжних економістів, зокрема І. Бураковського, О. Плотнікова, Г. Бера, Е. Девідсона, Ж. Роббе тощо.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Враховуючи вплив світової фінансової кризи 2008—2009 років, метою статті є визначення основних напрямів та зміст реформ, необхідних для відновлення ринків сек'юритизації активів.

РЕЗУЛЬТАТИ

Сек'юритизація активів стала інструментом стабільної пропозиції споживчих та іпотечних кредитів у всьому світі. Уряди деяких країн використовували та продовжують використовувати сек'юритизацію з метою фінансування агентських програм, спрямованих на подолання кредитних обмежень на житлове та споживче фінансування. Зокрема, іпотечна сек'юритизація усунула обмеження на внутрішніх ринках шляхом залучення зростаючої інвесторської бази, зокрема у вигляді страхових та пенсійних фондів з потребою у довгостроковому високорейтинговому інвестуванні у національній валюті.

До світової фінансової кризи на ринку сек'юритизації за рахунок цінних паперів, забезпечених активами, та покритих облігацій фінансувалось від 20% до 60% нових іпотечних кредитів, виданих у США, Західній Європі, Японії та Австралії. В середині 2009 року в США близько 19% іпотечних та споживчих кредитів на загальну суму понад 18 трлн дол. США фінансувалось за рахунок сек'юритизації активів. Цінні папери, забезпечені іпотекою, становили 26% та 16% ринку комерційної та житлової іпотеки відповідно. За межами США за аналогічний період близько 1 трлн дол. США було профінансовано за рахунок сек'юритизації [1, с. 78—79]. Обсяги сек'юритизаційних випусків у США та Європі упродовж останніх 10 років показано на рис. 1.

Відсутність ефективного та функціонуючого ринку створює значну загрозу подальшому економічному зростанню. Базуючись на обґрунтованих оцінках та припущеннях, за відсутності ринків сек'юритизації активів, банки можуть не видати близько 2 трлн дол. США у виг-

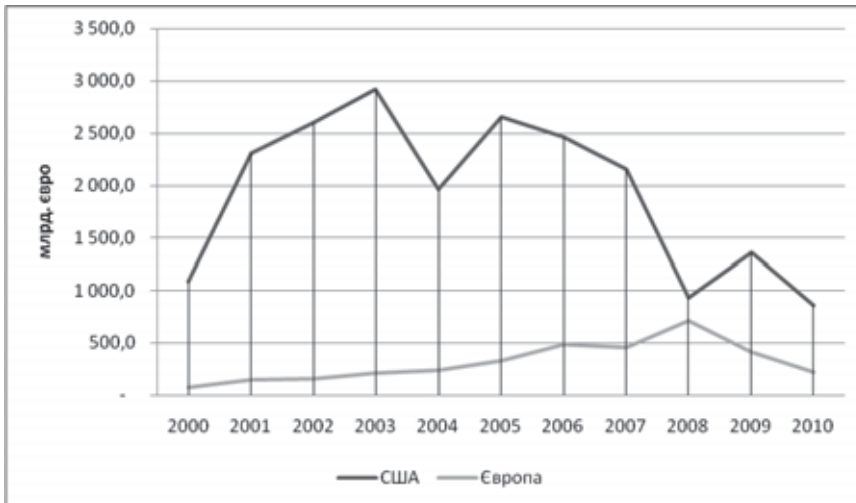


Рис. 1. Загальний обсяг випусків сек'юритизації в США та Європі у 2000–2010¹ року

Джерело: [2], побудовано автором.

ляді кредитів упродовж наступних трьох років [3, с. 9].

Мобілізація неліквідних активів та передача кредитного ризику від банківської системи більш диверсифікованому колу інвесторів продовжують бути важливим завданням сек'юритизації, а технологія структурування, яка дає можливість продавати різні транші різним групам інвесторів, повинна допомогти більш точно визначити розподіл ризику та винагороди між інвесторами. Однак, ця модель "емітуй та розподіляй" виявилась неспроможною ефективно перерозподіляти кредитні ризики.

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

- створення додаткових можливостей для торгівлі ризиками з метою їх хеджування (страхування);
- модель "емітуй та розподіляй" не передбачає адекватної оцінки позичальника;
- 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 [4, с. 24—26].

Важливим у відновленні ринків сек'юритизації є встановлення правильного балансу між наданням можливості фінансовим посередникам отримувати вигоду від сек'юритизації та захистом фінансової системи від нестабільності, яка може бути спричинена неналежними процедурами видачі та моніторингу кредитів.

Приймаючи до уваги поточну ситуацію на ринку, сек'юритизація активів потребує регулятивної допомоги. Регулятори визнали важливу функцію сек'юритизації; з'явилися нові рекомендації SIFMA для відновлення довіри до ринку сек'юритизації. Регулятивні заходи повинні бути спрямовані на основу поточних проблем ринку сек'юритизації, а не надлишкове регулювання сек'юритизації і сприяння тому, щоб цей інструмент фінансування став економічно не вигідним для емітентів. Для відновлення ринків сек'юритизації запропоновані наступні заходи:

- наведення порядку в системі;
- відновлення довіри до рейтингів;
- буферизація структури сек'юритизованих продуктів;
- спрощення та створення прозорих продуктів;
- усунення регуляторної та бухгалтерської невпевненості;
- відновлення попиту [5, с. 6—7].

Зважаючи на вищезазначене, основні напрями політики реформування сек'юритизації повинні включати наступне.

Регулятори мають продовжувати стимулювати мінімізацію ініціатив та винагород за купівлю рейтингів та регулятивний рейтинговий арбітраж, визнаючи, що рейтингові агентства продовжуватимуть відігравати ключову роль у процесі сек'юритизації активів. Рейтингові агентства повинні бути змушені розкрити методологію та публікувати дані щодо зміни рейтингів з метою покращення процедури "due diligence"², що проводиться інвесторами, та сприяння конкуренції між рейтинговими агентствами. Необхідно також шукати шляхи скорочення або скасування регулятивної довіри до рейтингів.

Стандарти розкриття та прозорості інформації повинні бути удосконалені в частині посередницького каналу, і в цій частині вже спостерігається прогрес. У рамках цього передбачено запровадження більш жорстких стандартів щодо позабалансових ризиків, стандартів бухгалтерського обліку, що вимагають представлення даних у вигляді таблиць та більш широкого доступу до фінансових показників транзакції. Однак, слід наголосити, що це стосується лише суттєвої інформації, оригінатори та інвестори не повинні переважуватись інформацією, що не стосується транзакції.

Пропозиції щодо вимог обов'язкової участі у випуску не повинні бути загальними, а повинні розроблятися в залежності від типу сек'юритизації та сек'юритизованих активів з метою забезпечення, щоб ті форми сек'юритизації, які вже відчували позитивний вплив впроваджених заходів та мають гарні показники, не були послаблені. Вплив, що справляється в результаті взаємодії з іншими регулятивними актами, вимагає детального вивчення.

Винагорода оригінатора повинна залежати від довгострокової прибутковості сек'юритизованих активів; цьому сприяють нещодавні зміни стандартів бухгалтерського обліку. Кількісні цільові показники для видачі кредитів та ініціативи щодо передачі ризиків вздовж посередницького каналу також повинні заохочуватись.

Сек'юритизовані продукти повинні бути спрощені та стандартизовані в межах, необхідних для покращення ліквідності та зменшення труднощів у визначенні вартості. Хоча щодо стандартизації юридичної документації робота проводиться, на рівні структуризації продуктів зрушень мало [1, с. 109].

Реформи, що стосуються рейтингових агентств. Надмірна довіра інвесторів до кредитних рейтингів, що надавалися сек'юритизаційним випускам та іншим структурованим кредитним продуктам, була визнана небажа-

¹ Дані за 3 квартали 2010 року.

² З англ. — процедура ретельної фінансової та юридичної перевірки.

ною, хоча завдяки використанню рейтингів у різних регулятивних актах влада ненавмисно заохочувала таке надмірне використання. Однак вірогідно, що рейтингові агентства продовжуватимуть відігравати основну роль на цих ринках, тому більшість регулятивних заходів до теперішнього часу були спрямовані на заохочення рейтингових агентств продовжувати робити більш жорстким своє внутрішнє керівництво та поліпшувати свої стандарти прозорості та розкриття інформації.

Європейські законодавчі акти вимагатимуть від рейтингових агентств диференціації рейтингів, що присвоюються сек'юритизованим продуктам, від рейтингів корпоративного та суверенного боргу. У своїй Реформі фінансового регулювання, опублікованій у серпні 2009 року, Міністерство фінансів США також виступає за різні рейтингові шкали. Окремі вимоги були впроваджені щодо публікацій рейтингових показників для полегшення порівнянь продуктів та рейтингів.

Необхідно зазначити, що недостатній обсяг процедури "due diligence", що проводиться інвесторами, спричинений не недостатністю необхідної інформації. У більшості випадків інвестори можуть скористатися інформацією спеціалізованих ресурсів. Більше того, Американський сек'юритизаційний форум виступив з ініціативою (проект "RESTART") для більш широкого доступу до інформації у стандартизованому форматі, що може оброблятися автоматично та є надійнішим завдяки більш жорсткій процедурі "due diligence" та процесам забезпечення якості, якщо учасники ринку дотримуватимуться цих не обов'язкових стандартів. Також Міжнародна організація комісій з цінних паперів запровадила жорсткі вимоги до процедур "due diligence" для менеджерів інституційних інвесторів.

Поряд з цим, необхідно провести роботу щодо скорочення використання рейтингів регуляторами. Наприклад, довготривале використання рейтингів для визначення прийнятної застави для різноманітних програм центрального банку з надання ліквідності розглядається як заохочення "купівлі рейтингів".

"Купівля рейтингів" передбачає вибір оригінатором того рейтингового агентства, яке надасть певному випуску або траншу цінних паперів найвищий рейтинг. З 2002 року це зазначалося в якості потенційної проблеми, але довести, що це насправді має місце, було важко. Однак на сьогоднішній день є докази того, що "купівля рейтингів" дуже широко використовувалась протягом докризового періоду.

Нормативні акти стосовно вкладень пенсійних фондів, наприклад, зазвичай обмежують портфельні інвестиції емітентами з інвестиційним рейтингом (BBB та вищим). Згідно нещодавніх пропозицій уряду США всі американські регулятори нададуть звіти з інформацією, в яких нормативних актах використовуються рейтинги, з метою подальшого їх усунення.

Більше того, незважаючи на заохочення диференціації кредитних рейтингів структурованих продуктів, рейтинги досі базуються на одновимірній моделі (вірогідність дефолту або очікуваних збитків), що неспроможна визначити всі ризики, притаманні траншевим продуктам [1, с.97].

Покращення стандартів розкриття та прозорості інформації. Стандартна рекомендація щодо відновлен-

ня ринків сек'юритизації включає покращення стандартів розкриття та прозорості інформації з метою проведеної всіма учасниками посередницького каналу відповідної процедури "due diligence". Покращення стандартів розкриття інформації та підготовка детальної публічно доступної інформації щодо активів, що використовуються у продуктах структурованого фінансування, також може сприяти скороченню "купівлі рейтингів" завдяки доступу до неї інших компаній, окрім рейтингових агентств, яких наймає оригінаитор з метою створення та розповсюдження висновків щодо цінних паперів. Регулятори також впроваджують законодавство, що заохочуватиме оригінаиторів розкривати більше інформації щодо зазначених портфельів, а також винагороди та участі оригінаитора у випуску цінних паперів. Також Американський та Європейський сек'юритизаційний форуми очолюють ініціативи, що розширяють доступність інформації та стандартизують формати надання даних. Регулятори також заохочують оригінаиторів спрощувати та стандартизувати сек'юритизовані продукти з метою полегшення оцінки ризиків та визначення вартості цінних паперів.

Діяльність фінансових регуляторів щодо впровадження додаткових керівництв щодо бухгалтерського обліку фінансових інструментів була перекрита хвилею фінансової кризи, що розпочалася. Зростаюча кількість керівництв була видана стосовно стандартів позабалансового обліку активів, а також розкриття методів, що використовуються для визначення вартості складних фінансових продуктів. У результаті було обрано подвійний шлях: впровадження необхідних змін до стандартів бухгалтерського обліку якомога швидше, одночасно прагнучи впровадження єдиного стандарту [1, с. 98].

Зміни до вимог щодо капіталу. Базельський комітет банківського нагляду вніс до положень Базель II різноманітні зміни, що завданням та метою яких краще відображення ризиків сек'юритизованих продуктів завдяки збільшенню рівня ризику, що надається цим продуктам, а також елімінувати можливості регулятивного арбітражу у торговельних та банківських книгах між коротко- та довгостроковими кредитами, а також балансовими та позабалансовими статтями. Більше того, Базельський комітет банківського нагляду виправив не лише недоліки у стандартах Розділу 1, а й також розглянув слабкості у публічному розкритті інформації з метою більш чіткого представлення ризиків. Перегляд Розділу 3 спрямований на підвищення ринкової дисципліни у всіх аспектах сек'юритизації — ризиках торгової книги, позабалансових статтях, кредитах для підвищення ліквідності та ресек'юритизаціях. Всі ці зміни спрямовані на мінімізацію недосконалостей положень Базель II та усунення регулятивного арбітражу. Однак, усуваючи негативні ініціативи з метою уникнення проблем старої бізнес-моделі сек'юритизації, нова регулятивна структура може зробити сек'юритизацію активів занадто дорогою.

Залежність винагороди від довгострокових показників. Системи виплати компенсації, що базуються на результатах, що миттєво відображаються у бухгалтерському обліку, також відіграли роль у створенні умов, що призвели до кризи. Стандарти бухгалтерського обліку, що скасовують можливість бухгалтерського відображення прибутку від сек'юритизації наперед та, відповідно,

миттєвий вплив на винагороду, могли б значно змінити схеми виплати винагороди, оскільки остання залежала б від показників сек'юритизації активів у майбутньому.

Запровадження довгострокової перспективи при структуруванні сек'юритизації повинно стимулювати оригінаторів краще обраховувати співвідношення ризику та винагороди в інструментах та ініціювати кращі стандарти андеррайтингу.

Комісійні учасникам угоди, що залучені лише на початковій її стадії, могли б виплачуватися після перебігу певного часу в залежності від показників продукту. Першим кроком у цьому напрямі стало скасування бухгалтерського обліку прибутку відразу після продажу, що підвищувало прибутковість деяких угод сек'юритизації. Раніше Загально прийняті принципи бухгалтерського обліку (GAAP) в США давали можливість оригінатору обліковувати прибуток від продажу на початку угоди сек'юритизації. Наприклад, для певних іпотечних сек'юритизацій, де продавець зберігав контроль, продаж пулу активів позабалансовій компанії міг обліковуватися оригінатором у момент продажу активів. Облік прибутку від продажу кредитів, сек'юритизованих у рамках угоди випуску цінних паперів, забезпечених іпотекою, вимагав від оригінатора планування майбутніх потоків грошових коштів та обліку їх наперед.

Надалі відповідно до Загальноприйнятих принципів бухгалтерського обліку США облік прибутку при продажі для сек'юритизацій зі збереженням контролю буде заборонений, натомість оригінатори повинні будуть відображати прибуток у міру надходження платежів, уникаючи, таким чином, завчасної прибутковості таких сек'юритизацій. Це сприятиме підвищенню прозорості звітів про прибутки та заохочуватиме оригінаторів краще оцінювати ризики угод сек'юритизації [1, с. 100].

Стандартизація та спрощення продуктів. Більшість продуктів можна стандартизувати, щонайменш до певної міри. Це повинно підвищити прозорість, а також розуміння ризиків учасниками ринку, полегшуючи, таким чином, розвиток ліквідних вторинних ринків. Хоча завжди існуватимуть інвестори, що вимагають індивідуальних складних продуктів, сек'юритизаційні торговельні асоціації та регулятори цінних паперів повинні заохочувати стандартизацію сек'юритизованих продуктів. Впровадження стандартизації для зазначених активів також було б корисним з метою підтримки пулів певної якості.

Труднощі визначення вартості цінних паперів також можуть бути полегшені у випадку спрощення сек'юритизаційних продуктів. Складність певних продуктів була навмисною, а надмірні спреди та тригери розроблялись для підвищення кредитоспроможності старших траншів. Молодші транші були призначені для моделей рейтингових агентств. У будь-якому випадку, вказана складність стала причиною того, що надзвичайно важко було визначити вартість та оцінити ризики деяких цінних паперів, а отже, вона має бути усунена.

Рівновага інтересів оригінаторів та інвесторів. Кілька нещодавніх заходів були спрямовані на встановлення більшої рівноваги між інтересами оригінаторів та інвесторів з метою забезпечення відповідальності за належний моніторинг та страхування кредитів. Зрозуміло, що у багатьох випадках емітенти сек'юритизованих продуктів недостатньо заохочувались для здійснення належної (по-

стійної) процедури "due diligence" щодо видачі кредитів, включаючи перевірку фінансової звітності, процедур видачі тощо. Крім цього, вони покладаються на дані та гарантії оригінатора щодо якості кредитів та процесу їх видачі, які виявилися у деяких випадках неналежними.

З метою заохочення більших зусиль емітента щодо процедури "due diligence", регулятори країн Європи та США пропонують внести зміни до нормативних актів щодо сек'юритизації з метою заохочення емітентів мати економічний інтерес у сек'юритизаційних продуктах, які вони випускають [1, с. 100].

ВИСНОВКИ

Отже, ринки сек'юритизації та покритих облігацій можуть надати фінансовій системі ефективно та ринкове фінансування. Сек'юритизація активів має додаткову перевагу, оскільки може використовуватися в якості інструменту диверсифікації ризиків за межами банківської системи. Сек'юритизація активів, яка передбачає розподіл випуску на транші, дає можливість вибору інвесторам та призводить до кредитного зростання, в залежності від розміру ризику та вимог щодо капіталу. Основним моментом для ефективного використання цього ринку є забезпечення, щоб учасники ринку та регулятори мали знання, ресурси та інформацію для правильної оцінки та управління ризиками.

Певний ряд реформ, спрямованих на усунення недоліків щодо ролі рейтингових агентств у випусках сек'юритизації, збільшення вимог щодо капіталу, зміну принципів бухгалтерського обліку угод сек'юритизації, прозорість та розкриття інформації, вирівнювання інтересів інвесторів та оригінаторів, стандартизацію та спрощення сек'юритизаційних продуктів, має бути ретельно зважений та ефективно реалізований з метою відновлення ринків сек'юритизації активів та виведення їх на до кризовий рівень.

Література:

1. Global financial stability report [Електронний ресурс] // Інтернет-ресурс: "www.imf.org". — 2010. — Режим доступу: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/chap2.pdf>.
 2. AFME/ESF Securitisation Data Report Q3:2010 [Електронний ресурс] // Інтернет-ресурс: "www.sifma.org". — 2010. — Режим доступу: <http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Reports/2010/Europe-Securitisation/Europe-Securitisation-Quarterly-2010-11-25-AFME-SIFMA.xls>.
 3. 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
 4. Бураковський І.В. Глобальна фінансова криза: уроки для світу та України / І.В. Бураковський, О.В. Плотніков. — Харків: Фоліо, 2009. — 299 с.
 5. Does the World Need Securitization? [Електронний ресурс] / D. Wheeler and others // Інтернет-ресурс: "www.europeansecuritisation.com". — 2008. — Режим доступу: http://www.europeansecuritisation.com/Market_Standard/121208-Securitized%20Products-Restart%20Securitization.pdf.
- Стаття надійшла до редакції 28.02.2011 р.*