

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ – ІННОВАЦІЙНИЙ МЕХАНІЗМ РЕФІНАНСУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ

Анотація. У статті досліджені теоретичні основи сек'юритизації як інноваційної техніки рефінансування та управління ризиками, проаналізовано процес сек'юритизації фінансових активів, розглянуто призначення кожного учасника даного процесу. Приділено увагу основним перевагам використання сек'юритизації для українських банків.

Ключові слова: сек'юритизація, оригінатор, активи, пул, рейтингове агентство, андеррайтинг, цінні папери, спеціальна юридична особа, провайдери з хеджування.

Постановка проблеми. Зростаючий попит реального сектору української економіки на кредитні ресурси стимулює національну банківську систему до пошуку напрямів зростання довгострокового фінансування та ефективних інструментів рефінансування наданих кредитів. Світова практика останніх десятиріч показує, що для залучення додаткового фінансування забезпечення, дотримання нормативів достатності капіталу, підтримання ліквідності, диверсифікації активів та мінімізації ризиків на фінансових ринках широко застосовується техніка сек'юритизації (securitization).

На українському фінансовому ринку спостерігається лише початок використання сек'юритизації як інноваційної фінансової техніки, застосування якої має велике економічне значення. Це зумовлює потребу в глибоких теоретичних і практичних дослідженнях цієї проблеми, необхідність проаналізувати процес сек'юритизації фінансових активів.

Аналіз досліджень. В сучасній економічній літературі питанням сек'юритизації присвячені наукові праці вітчизняних та іноземних дослідників: О.Бажанова, Х.П. Бера, Н. Богута, О.Ш. Бетенка, О.Гейця, Е.Девідсона, О.Ковальова, М.Райко, У.Сілбера, В.Тілманова, Ф.Фабоцці, А.Чанга, Н. Шелудько та інших. Значну увагу дослідженням питань сек'юритизації приділяють провідні фінансові інституції світу – Міжнародний валютний фонд, Міжнародна фінансова корпорація, Базельський комітет з банківського нагляду, Агентство США з міжнародного розвитку (USAID) та ін.

Метою дослідження є вивчення теоретичних основ сек'юритизації як інноваційної техніки рефінансування та управління ризиками, аналіз процесу сек'юритизації фінансових активів.

Досягнення поставленої мети передбачає реалізацію таких завдань:

- визначити сутність та зміст дефініції «сек'юритизація»;
- розкрити принципи, характеристику основних типів, видів і структур базової моделі сек'юритизації;
- розглянути основних учасників процесу сек'юритизації активів;
- проаналізувати основні етапи процесу сек'юритизації активів;
- визначення переваг і недоліків використання сек'юритизації фінансових активів в практиці вітчизняних банків.

Виклад основного матеріалу дослідження. В Україні недостатньою мірою розкрито сутність та механізм складного інноваційного механізму сек'юритизації, що призводить до нерозуміння її значення суб'єктами економіки та незастосування на

практиці. Ситуація погіршується відсутністю спеціалізованого українського законодавства.

У світовій економічній науці немає єдиного загальноприйнятого визначення дефініції «сек'юритизація». Дослідження Х.Бера показують, що в широкому значенні терміном «сек'юритизація» (від англосаксонського позначення цінних паперів – securities) називається зміщення ринку запозичень від класичного банківського кредитування в напрямі фінансування на знеособленому грошовому ринку та ринку капіталів шляхом емісії цінних паперів.[2] Така загальна дефініція сек'юритизації наводиться у багатьох джерелах, вона є механізмом фінансування або рефінансування шляхом трансформації низьколіквідних дохідних активів фінансових установ у більш ліквідну форму на основі емісії та розміщення цінних паперів.

Одночасно спостерігається відсутність загально визначеної класифікації сек'юритизації, проте технічна робоча група Міжнародної фінансової корпорації відрізняє три основні принципи її здійснення: дійсний продаж (true sale), синтетична (synthetic), сек'юритизація та «весь бізнес» (whole business). Концепція сек'юритизації дійсного продажу полягає в тому, що фінансова компанія, яку названо оригіном (originator), продає активи (Assets) спеціальній юридичній особі (special purpose vehicle - SPV), яка забезпечує фінансування придбання активів шляхом емісії цінних паперів та їх розміщення на ринку капіталів. При синтетичній сек'юритизації компанія-оригіном не продає активи, але передає ризики втрат, пов'язані з певними активами, цільовій компанії чи банку за відповідну премію або плату. Під час сек'юритизації за принципом «весь бізнес» спеціалізована юридична особа надає забезпечений кредит оригіному. Для наповнення кредиту цільова компанія використовує кошти від розміщення облігацій на ринку капіталу, при якому оригіном надає належні йому активи в забезпечення інвесторам – власникам облігацій.[6, с.67]

Аналіз досліджень Х.Бера, А. Джобса, Ж.Телпнера та ін. показав, що науковці для позначення сек'юритизації «дійсного продажу» використовують спеціалізоване поняття «сек'юритизація активів» (asset securitisation). Визначення «сек'юритизація активів» означає інноваційний спосіб фінансування, за якого: диверсифікований пул дохідних активів (asset pool) фінансової установи (оригіном) списується з його балансу, набуває юридичної незалежності шляхом передачі спеціальній юридичній особі (SPV), яка здійснює його рефінансування на ринках капіталів завдяки емісії та розміщенню цінних паперів, забезпечених грошовими потоками самих активів (asset backed securities - ABS). Однією з основ операції сек'юритизації активів є формування пулу активів, який генерує процентні та капітальні платежі, що повністю спрямовані для обслуговування емітованих цінних паперів (ABS). Відокремлення диверсифікованого пулу активів та формування забезпечення здійснюються шляхом передачі або продажу оригіном частини власних активів та всього пов'язаного з ними забезпечення спеціальній юридичній особі, яка називається в деяких джерелах цільовою компанією, оскільки спеціально створюється для фінансування придбання активів на основі випуску від власного імені цінних паперів, забезпечених активами. При цьому цільова компанія створюється у формі незалежної господарської одиниці та не повинна входити до сфери контролю чи консолідації оригіном.[2,с.26-27] Головна концепція сек'юритизації дійсного продажу полягає в тому, що трансакція відбувається з обов'язковим списанням активів з балансу оригіном (off-balance-sheet-transactions). Водночас, угоди продажу та передачі активів до цільової компанії не можуть бути скасовані, ліквідовані або піддані юридичному відведенню у випадку банкрутства оригіном. В українському законодавстві такий принцип закладений

щодо випуску та обігу іпотечних облигацій, а саме у ч.2 ст.19 Закону України «Про іпотечні облигації». [5]

Типова схема сек'юритизації активів може виглядати наступним чином: оригінатор (банк, який надав кредит), збирає в єдиний пул надані кредити та продає цей пул спеціально створеній юридичній особі (SPV-компанії), яка виступає емітентом випуску цінних паперів і фінансує купівлю пулу кредитів за рахунок продажу цінних паперів інвесторам. Оригінатор регулярно отримує платежі від позичальників і направляє їх сервісному агенту по угоді, відслідковує також неплатників. При такій схемі сек'юритизації активи оригінатора під час продажу переводяться з його балансу на баланс SPV, і тим самим переводяться практично і всі асоційовані ризики: кредитний, ринковий, ризик дострокового погашення. Банк в такому випадку несе тільки операційний ризик. На балансі зобов'язань SPV з'являються випущені цінні папери.[3, с. 31]

Діяльність з обслуговування активів, тобто з відображенням операцій у бухгалтерському обліку, інкасо, стягнення простроченої заборгованості, а також контролю за станом грошових вимог, здійснюватиметься обслуговуючим (сервісним) агентом (Service Agent), функцію якого в багатьох випадках бере на себе оригінатор. Спеціальна юридична особа фінансує купівлю активів завдяки емісії та продажу цінних паперів, забезпечених активами, менеджерам або андерайтерам, які далі продають ці цінні папери інвесторам. Водночас, менеджери (андерайтери), виконують функції оцінки, підтримання вартості та маркетингу відповідних цінних паперів. Іншими словами, вони відіграють одну з основних ролей у реалізації техніки сек'юритизації, оскільки беруть на себе зобов'язання залучити ширше коло потенційних інвесторів. [7]

У зв'язку з використанням на практиці досить складних схем сек'юритизації активів, стороннім інвесторам дуже складно оцінити надійність випусків ABS. Завдяки чіткому структуруванню процесу сек'юритизації стає можливим отримати від рейтингових агентств кредитних рейтингів інвестиційного рівня – AA та AAA. Рейтингові агентства відіграють найважливішу роль у процесі сек'юритизації. Більшість емісій цінних паперів у межах сек'юритизації складається з кількох траншів, великій кількості яких буде надано рейтинг такими рейтинговими агентствами, як «Мудіз» (Moody's), «Стандард та Пурс» (Standard & Poor's), «Фітч» (Fitch) тощо. Здійснюючи різні транші з відмінним рівнем рейтингів, механізм сек'юритизації стає дедалі привабливішим для широкого кола інвесторів. Важливо зазначити, що у багатьох випадках рейтинг випуску цінних паперів, забезпечених активами, є навіть вищим, ніж суверенний рейтинг країни застосування механізму сек'юритизації. По своїй суті, отримання найвищих кредитних рейтингів дає можливість максимально знизити витрати на рефінансування та підвищити привабливість для інвесторів.[6, с.72]

Для мінімізації ризиків, контролю над забезпечення та виконанням зобов'язань цільової компанії за цінними паперами, інвестори, крім рейтингових агентств, використовують також довірену особу – трасті-тримача забезпечення (securitu trustee). Він тримає грошові потоки на сегрегованому рахунку та володіє переважним правом щодо пулу активів, переданій спеціальній юридичній особі, а також накладає в деяких випадках стягнення на таке забезпечення. Іншими словами, тримач забезпечення за настання певних обставин має право розпоряджатися активами цільової компанії від свого імені, але в інтересах інших (на користь інвесторів). Інша спеціалізована компанія – трасті-посередник за облигаціями (note trustee), діє від імені інвесторів, збирає інформацію про стан справ спеціалізованої юридичної особи, повідомляє рейтингові агентства, інвесторів щодо настання банкрутства або недотримання

фінансових умов та слідкує за виконанням прав власників цінних паперів, забезпечених активами. Фахівці Міжнародної фінансової корпорації зазначають, що для управління ризиками також використовуються провайдери з хеджування (hedge providers). Вони беруть на себе мінімізацію валютних ризиків цільової компанії.[4]

В українській законодавчій практиці термін «сек'юритизація активів» відображається у таких джерелах: «Методичні вказівки з інспектування банків» «Система оцінки ризиків» та «Методичні рекомендації щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України». Ці законодавчі акти відображають підхід НБУ до дефініції «сек'юритизація» з погляду ідентифікації ризиків банку, а саме: «Сек'юритизація активів – перерозподіл ризиків шляхом трансформації активів банку у цінні папери для продажу інвесторам. Банк емітує цінні папери від власного імені або через дочірні установи, однак такі папери «прив'язуються» до конкретних активів банку - сплата доходу та погашення цінних паперів залежить від отримання банком доходу та основної суми кредитів».

Проте, наведена дефініція не відповідає світовій практиці визначення «сек'юритизації активів» у частині відсутності зобов'язання щодо безумовного списання активів з балансу оригінатора та здійснення емісії цінних паперів через спеціальну юридичну особу, яка не може входити до сфери контролю чи консолідації оригінатора. [6, с.73]

Процес сек'юритизації включає декілька основних етапів, які відображають діяльність його учасників від моменту видачі кредитів до моменту погашення цінних паперів, забезпечених цими кредитами.

На першому етапі укладається угода банку-кредитора з позичальником про надання кредиту на певні суму і термін, визначаються шляхи та способи забезпечення та погашення цього кредиту. Банк-кредитор визначає можливості повернення кредиту, кредитний ризик, можливість і необхідність надалі сек'юритизувати даний кредит. Така необхідність визначається передусім високим кредитним ризиком, який банк намагається знизити не тільки за рахунок формування резервів, але й за рахунок передачі частини його ризику іншим учасникам фінансового ринку. Можливість сек'юритизації пов'язана з порядком погашення кредиту. Як правило, сек'юритизації підлягають кредити з поступовим погашенням як основної суми кредиту, так і відсотків по ньому. Тому сек'юритизації найбільше підлягають іпотечні, споживчі та автокредити.

На другому етапі видані кредити диференціюються кредитором за такими показниками, як терміновість, відсоткові ставки, кредитні ризики і ліквідність, на підставі чого ухвалюється рішення про продаж певних видів кредитів (низьколіквідних, довгострокових або високоризикових). Для здійснення продажу необхідно сформувати пул кредитів, які повинні бути відносно однорідними за названими показниками, що забезпечує можливість актуарних розрахунків. Разом з тим у пул кредитів не повинні включатися неякісні (проблемні) кредити, тому значно зростають вимоги до уніфікації та стандартів кредитування, що забезпечує мінімізацію можливих ризиків і надійність цінних паперів.

Головне завдання третього етапу – розміщення цінних паперів, забезпечених активами. На цьому етапі підключається банк-андерайтер, який виконає функції з розміщення цінних паперів, рейтингова компанія для присвоєння цінним паперам рейтингу, страхова компанія, яка забезпечує додаткову гарантію інвестору. Взаємодія всіх учасників на цьому етапі відбувається на певних умовах, які обумовлює SPV. У результаті остаточного узгодження діяльності всіх учасників на основі документації, представленої банком-кредитором, здійснюється підготовка інформаційного меморандуму і відбувається продаж сформованих в «пул» активів спеціальній

юридичній особі, на основі чого відбувається випуск цінних паперів. Після випуску цінних паперів вони розміщуються на ринку і кошти від їх реалізації надходять SPV.

На четвертому етапі грошові кошти, які виплачує позичальник у процесі погашення боргу, акумулюються SPV для подальшого погашення цінних паперів і виплати відсотків за ними. У випадку, якщо позичальник не був повідомлений про сек'юритизацію кредиту грошові кошти, які поступають від позичальника в банк-кредитор, перераховуються останнім у SPV.

На п'ятому етапі відбувається погашення цінних паперів за рахунок акумульованих SPV грошових коштів. Серйозна проблема, яка виникає на даному етапі, пов'язана з можливістю дострокового погашення кредитів і відсотків за ними позичальниками. Це може безпосередньо позначитись на інвесторах, оскільки автоматично відбудеться передчасне погашення цінних паперів. У цих умовах SPV намагається знизити ризик шляхом створення певного резерву із засобів, які надходять від позичальників. За допомогою цього оплата цінних паперів за довгострокового погашення буде відстрочена. [8, с. 225-226]

Отже, як видно з проведеного аналізу, сек'юритизація фінансових активів є досить складним процесом, в якому задіяна велика кількість учасників, за послуги яких банку-оригінатору необхідно сплачувати комісійну винагороду.

Для того, щоб залучення фінансування за допомогою сек'юритизації активів було економічно виправданим, обсяг емісії за так званої операції з одним оригінатором, синонімом якої є відокремлена трансакція, має складати не менше 100 млн. дол. США. Проте завдяки використанню так званих комбінованих програм, в яких беруть участь кілька продавців та оригінаторів, що називаються кондуїтами (conduit), мінімальний обсяг операцій може бути знижений на 10 – 20 млн. дол. США. Простежується загальна тенденція: чим менший обсяг випуску цінних паперів, забезпечених активами, тим більша частка витрат у розрахунку на одного оригінатора. За даними аналітиків рівень витрат на одну операцію із сек'юритизації складає від 0,5 до 5 млн. дол. США. Зниження мінімальної суми сек'юритизації активів досягається шляхом розподілу високих витрат на структурування між кількома сторонами, а також завдяки багатократному використанню одних і тих самих структур.[6, с.80]

В Україні, на жаль, поки що небагато банків, які мають достатні для сек'юритизації розміри активів, але використання цього механізму рефінансування кредитів навіть невеликою кількістю українських банків допоможе зміцнити їхній фінансовий стан.

Важливим аспектом розгляду сек'юритизації є негативні та позитивні наслідки її застосування суб'єктами економіки на практиці. Фахівці визначають такі актуальні сьогодні переваги механізму сек'юритизації для банків:

- підвищення ліквідності банків;
- диверсифікація джерел фінансування, розширення кола інвесторів шляхом виходу на міжнародні грошові ринки та ринки капіталу;
- підвищення гнучкості корпоративного фінансування; можливість погодження умов фінансування;
- зменшення навантаження на власний капітал;
- покращення фінансово-економічних показників: рентабельності основного капіталу, ліквідності, боргового навантаження тощо;
- залучення ресурсів на більш довгий термін;
- залучення більш дешевих кредитних ресурсів завдяки високому забезпеченню позики сек'юритизованими активами, при цьому первинний власник зберігає можливість використання доходу від сек'юритизованих активів;

- трансформація відсоткових доходів у комісійну винагороду (при фінансуванні, що забезпечує списання активів з балансу);
- спрощення структури балансу за рахунок скорочення кількості боржників;
- передача чи мінімізація відсоткових, валютних та кредитних ризиків;
- підвищення конкурентоспроможності, яке досягається шляхом більш ефективного залучення капіталу порівняно з іншими банками.

Серед проаналізованих наукових матеріалів незначна кількість дослідників наводять недоліки сек'юритизації, проте загально визнано, що це складний процес з високим рівнем затрат.

На наш погляд, найголовніший недолік сек'юритизації вказує Х.Бер: «У фазі економічного зростання сек'юритизація активів споріднена з ризиком того, що загострення конкуренції підштовхує банк послаблювати вимоги до позичальників (стандартів кредитування) чи знижувати відсоткові ставки за кредитами до рівня, нижчого за ринковий. Та обставина, що кредит одразу після його видачі продається, може спонукати банк знизити стандарти кредитування, щоб за рахунок такої політики швидко збільшувати власну частку на ринку». [2] Нині провідні економічні інституції спостерігають за результатами такої політики банків та її наслідками – іпотечною кризою США 2007 р. та спричиненою нею світовою кризою ліквідності. Ця проблематика потребує окремих глибинних досліджень науковців для подальшого реагування провідними органами банківського контролю та нагляду.

Висновки. З викладеного вище можна зробити висновок, що сек'юритизація активів є складним, проте вискооефективним фінансовим механізмом. Зокрема, сек'юритизація активів дає змогу суб'єкту підприємництва (оригінатору) одночасно впорядковувати наявні активи, покращити власні показники та отримати довгостроковий фінансовий ресурс на значно кращих умовах. Використання цієї техніки також забезпечує інвесторам можливість інвестування в недоступні до цього часу активи через придбання цінних паперів з високим рівнем рейтингу. Водночас завдяки сек'юритизації активів для економічних суб'єктів, власний рейтинг яких не відповідає інвестиційному, відкривається доступ до ринку капіталів та відповідного рефінансування на основі випуску цінних паперів, забезпечених активами (ABS), проспекту емісії яких рейтингові агентства надають рейтинг значно вищого рівня. Таким чином, сек'юритизація активів забезпечує взаємну диверсифікацію як для інвесторів, так і для оригінаторів.

Наслідки проведення операцій сек'юритизації здебільшого є позитивними для суб'єктів економіки. Негативність в основному полягає у складності та значних фінансових витрат реалізації операції із сек'юритизації її учасників.

Для багатьох розвинутих країн сек'юритизація фінансових активів стала «двигуном» економічного зростання. Залучені за допомогою сек'юритизації величезні кошти у вигляді цінних паперів, забезпечених активами, були спрямовані в реальний сектор економіки та стали могутнім рушієм прискореного економічного розвитку цих країн. Саме тому можна очікувати поширення даної фінансової інновації в Україні, але тільки за умови належного законодавчого та податкового регулювання.

Література

1. Бажанов О. Формування засад сек'юритизації іпотечних активів в Україні // Вісник НБУ.- 2008.- №10. – с. 59-63
2. Бэр Х.П.Секьюритизация активив: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков: Пер. с нем.- М.: Волтерс Клувер, 2006.- 624 с.

3. Васнецова В.И. Финансово-кредитное обеспечение развития инновационной деятельности хозяйственных агентов // Банковские услуги.- 2009.- № 7. – с.25-33
4. Глоссарий терминов ипотечного финансирования и секьюритизации: Glossary of Mortgage Finance and Securitization Terms / Сост.: Проект Международной Корпорации (IFC) «Развитие первичного рынка ипотечного кредитования в России», рейтинговое агентство Moody's Investors Service.- М.: Лондон, 2007.- с. 42, 54
5. Закон України «Про іпотечні облігації» від 23.02.2006 № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. - 2006.- №31.- с. 13
6. Наумов Д. Сек'юритизація – інноваційний фінансовий механізм // Банківська справа.- 2009.- №1.- с.65-83
7. Резванова Л.М. Механизм секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования // Клерк. РУ.- 2008.- с.2
8. Рябоконт М.В. Аналіз процесу сек'юритизації фінансових активів // Актуальні проблеми економіки. - 2009.- №6.- с.223-228

Summary. The article describes the process of the financial assets' securitization as innovation refinancing technique and risk management, the process of financial assets securitization was analyzed, the role of every participant in this process is considered. Major advantages of using securitization for the Ukrainian banks also defined.

Keywords: securitization, originator, assets, pool, rating agency, underrating, securities, special purpose vehicle – SPV, hedge providers.

Стаття надійшла до редакції 17.02.2011