

наміри погасити її за рахунок виручки від продажу старого будинку, він може не врахувати всіх витрат, пов'язаних з цією операцією (консультування, оформлення паперів, переїзд, посередницькі послуги). Отже, кредитні менеджери банку мають оцінити розрахунки клієнта з метою уникнення ризиків неповернення позики.

Практика кредитування споживчих потреб населення свідчить, що основою заявки на кредит позичальник вважає найбільш оптимістичний варіант розрахунків і занижує суму кредиту з метою більш легкого її отримання. Так, якщо клієнт банку потребує кредиту на купівлю нового автомобіля, він не обґрунтовано завищує ціну старого автомобіля, виручку від продажу якого він збирається внести в якості першого внеску автомобільному дилеру, що загрожує банку нездатністю клієнта погасити кредит.

Бажано, щоб банк і клієнт приймали участь у фінансуванні угоди рівними частками, хоча, як правило, банк видає кредит на більшу суму. Так, при споживчому кредитуванні банк фінансує від 2/3 до 3/4 вартості покупки. При кредитуванні ділових підприємств доля участі банку суттєво коливається в залежності від виду, терміну кредиту, отриманого банком забезпечення. Однак, у будь-якому разі участь коштів позичальника у фінансуванні угоди є обов'язковою умовою.

Структуризація позики суттєво впливає успіх кредитної угоди. Для контролю за ходом погашення кредиту банк формує спеціальне кредитне досьє, яке містить всю документацію за кредитною угодою та повну інформацію про позичальника. Документи групуються наступним чином: матеріали за кредитом (копії кредитного договору, боргових зобов'язань, гарантійних листів); фінансово-економічна інформація (аналітичні таблиці, податкові декларації, бізнес-плани); матеріали про кредитоспро-

можність клієнта (аналітичні звіти кредитних агентств, відомості, отримані від інших банків, телефонні запити); документи по забезпеченню позики (свідоцтво про заставу, документи про передачу прав закладами та цінними паперами, закладні); листування за позику (листування з клієнтом, записи телефонних розмов).

Детальний аналіз поточної фінансової звітності є основою виявлення загрози появи проблемних кредитів. Крім того, кредитними менеджерами банків розробляються критерії ризику перетворення кредитів на проблемні, серед них: ухилення від телефонних та особистих контактів з банком; захоплення клієнта створенням нових підприємств або скупкою нерухомості; накопичення спекулятивних запасів; запити інших установ про кредитоспроможність клієнта; факти анулювання страховки страховою компанією клієнта; негативні повідомлення інших відділів банку (наприклад, поява сальдо на рахунку клієнта в цьому банку

1. Банківська енциклопедія / [за ред. А.М. Мороза]. – К.: Ельтон, 2003. – 328с.
2. Банківська справа / [за ред. А.М. Мороза]. – К.: КНЕУ, 2000. – 384с.
3. Банковский портфель – III: книга менеджера по кредитам / [отв. редактор Ю. Коробов]. – М.: СОМИНТЕК, 2005. – 752с.
4. Банковское дело / [под ред. О.И. Лаврушина]. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 573с.
5. Банковское дело и финансирование инвестиций / [под ред. Н. Брука]. – Вашингтон: Всемирный банк реконструкции и Развития, 2007. – 648с.
6. Вступ до банківської справи / [відп. ред. М.І. Савлук]. – К.: Лібра, 2003. – 344с.
7. Гальчинський А. Теорія грошей: навчальний посібник / А. Гальчинський. – К.: Основи, 2001. – 415 с.
8. Кредитний ризик комерційного банку: навч. посіб. / В.В. Вітлінський, О.В. Пернарівський, Я.С. Наконечний, Г.І. Великоіваненко / [за ред. В.В. Вітлінського]. – К.: Т-во "Знання", КОО, 2000. – 251 с.
9. Ларионова И.В. Реорганизация коммерческих банков / И.В. Ларионова. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 384с.
10. Уоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции / В.М. Уоскин. – М.: АОЗТ "АНТИДОР", 2001. – 320с.

Надійшла до редколегії 18.09.2009

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.

Постановка проблеми. 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.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Вище окреслені проблемні питання досліджують як зарубіжні, так і вітчизняні вчені. Так, Девідсон Е., Сандерс Е. зосереджені на дослідженні структурування 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.

Виклад основного матеріалу. Сек'юритизація в загальному вигляді являє собою "... фінансування або рефінансування будь-яких активів компаній, 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, по-перше, за кредитними картками, по-друге, за автокредитами, по-третє за іпотечними кредитами, по-четверте, за споживчими кредитами, по-п'яте, за дебіторською заборгова-

ністю 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	Викупує 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 структуруванні 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 структурування особливо в сучасних умовах, коли інвестори вимагають не тільки високого рівня дохідності, але й належного рівня безпеки цінних паперів.

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, зупинимось 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, поперше, 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.

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 надійності MBS у порівнянні ABS, по-друге, євро-

пейський 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 агенцій до їх оцінювання.



Рис. 1. Механізм класичної сек'юритизації на основі дійсного продажу.
Джерело: побудовано автором на основі табл. 1

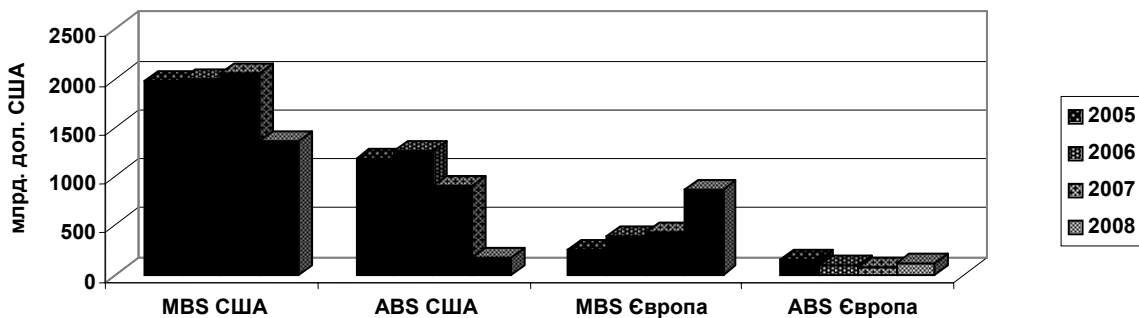


Рис. 2. Випуски цінних паперів, забезпечених іпотечними та не іпотечними активами в США та країнах Європи за період 2005 – 2008 рр., млрд. дол. США.
Джерело: побудовано автором на основі [3].

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 облігації, так і іпотечні сертифікати. Відмінності між цими цінними паперами можна чітко зрозуміти із законодавства, проте виникає питання, чи варто нам використо-

вувати таку значну кількість іпотечних цінних паперів, коли у світі визначені види саме облігацій, забезпечених активами. Крім того, ДКЦПФР 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 облігацій на суму 200 млн. грн. Хочемо підкреслити, що іпотечні облігації мали назву саме "звичайні", хоча згідно Закону України "Про іпотечні облігації" ДІУ мала б випускати лише структуровані іпотечні облігації, оскільки емітентом звичайних іпотечних облігацій має бути іпотечний кредитор, а емітентом структурованих іпотечних облігацій має бути спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями 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 висвітлює 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.

Висновки. Таким чином, сек'юритизація є надзвичайно складною операцією структурного фінансування, що набула значного розвитку на початку XXI 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 недосконалістю 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. – СПб, 2008. – С. 27–38. 2.Базилевич В.Д., Погорельцева Н.П. Ипотечный рынок: [монография]. – К.: Знання, 2008. – 717с. 3.Бакланова В. Обзор состояния мирового рынка секьюритизации в 2009 году // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <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 облігації" № 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 18.09.2009

Т. Буй, асп.

ФІНАНСОВИЙ ІНЖИНІРИНГ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

Висвітлено підходи до визначення фінансового інжинірингу та його методів, обґрунтовано доцільність використання нових видів боргових цінних паперів, створених на основі фінансового інжинірингу, у фінансуванні українських корпорацій.

The approaches to the definition of financial engineering and its methods are highlighted, advisability of application of the new securities types created on the basis of financial engineering in Ukrainian corporate financing is grounded.

Протягом останнього часу відбувався стрімкий розвиток світового фінансового ринку, що характеризувався появою великої кількості нових фінансових інструментів. Значно розширився перелік традиційних інструментів ринку цінних паперів, з'явилися похідні цінні папери, використання яких насамперед обумовлено необхідністю хеджування ризиків за операціями з цінними паперами, а також структуровані продукти. Основною причиною появи нових видів цінних паперів стало зростання вимог емітентів та інвесторів до забезпечення відповідного рівня ліквідності, доходності та ризикованості корпоративних боргових цінних паперів, що, у свою чергу, обумовлює потребу у використанні інноваційних фінансових інструментів, створених на основі фінансового інжинірингу.

Теоретичним та практичним аспектам фінансового інжинірингу присвячено значну увагу у працях зарубіжних науковців, зокрема таких як В.К. Бансал, Т. Кім, Р. Колб, Ч.Ф. Лі, Дж.Ф. Маршалл, Дж.А. Овердал, Дж.І. Фіннерті та інші. Деякі аспекти використання продуктів фінансового інжинірингу висвітлені у працях російських та українських авторів, зокрема З.О. Воробйової, М.Ю. Глухова, М.В. Грідчиної, Ю.І. Капелинського, Я.М. Міркіна, Міщенко В.І., Л.В. Саввінова, О.М. Сохацької тощо. Однак багато проблем, зокрема перспек-

тиви застосування окремих видів інноваційних боргових цінних паперів в Україні, залишаються поза увагою науковців та практиків.

Метою статті є теоретичне обґрунтування сутності та методів фінансового інжинірингу та надання практичних рекомендацій щодо використання нових видів боргових цінних паперів у фінансуванні українських корпорацій.

В економічній літературі існує велика кількість визначень фінансового інжинірингу та його методів. Так, у роботі Дж. Ф. Маршалла та В. К. Бансала термін "фінансовий інжиніринг" застосовується для характеристики процесу проектування, розробки й реалізації інноваційних фінансових інструментів [4, с. 33]. Міжнародна асоціація фінансових інженерів визначає фінансовий інжиніринг достатньо широко – як процес, що включає розробку й творче застосування фінансових технологій для вирішення фінансових проблем [6]. На думку інших науковців, фінансовий інжиніринг – це процес створення інноваційних фінансових продуктів для задоволення специфічних інтересів споживачів, що виникли під впливом внутрішніх та зовнішніх факторів, основною метою якого є формування бажаних грошових потоків у поєднанні з найкращим можливим співвідношенням ризику, доходності й ліквідності створеного продукту,