

УДК 336.74

## АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ И ЕЕ РАЗВИТИЕ В УКРАИНЕ

*Боднер Г.Д., Друзин Р.В.*

*Таврический национальный университет имени В. И. Вернадского, Симферополь, Украина  
E-mail: [druzinry@gmail.com](mailto:druzinry@gmail.com)*

В статье рассматриваются теоретические и методологические основы развития и функционирования института секьюритизации. Проведен сравнительный анализ структурного развития глобальных мировых финансовых активов и финансовых активов Украины. Предложены меры по дальнейшему развитию секьюритизации на отечественном финансовом рынке.

**Ключевые слова:** секьюритизация, финансовые активы рынка ценных бумаг, банковские кредиты.

### ВВЕДЕНИЕ

Современная рыночная экономика представляет собой сложную, многофункциональную систему, в которой системообразующую роль играет механизм формирования финансовых ресурсов и их целевого использования. Фондовый рынок в этом плане является уникальной составляющей экономической системы, одновременно выполняя две основных функции: перераспределения временно свободных денежных средств и трансформации отношений собственности, обеспечивая тем самым структурную перестройку экономики и стимулирование роста производства.

Благодаря эмиссии и обращению ценных бумаг обеспечиваются инвестиционные процессы, автоматический перелив средств в наиболее эффективные отрасли народного хозяйства.

Одним из главных индикаторов развития национального фондового рынка является его капитализация, которая в настоящее время находится на достаточно низком уровне.

Такая ситуация связана с отсутствием достаточного предложения инструментов фондового рынка с приемлемыми для инвесторов характеристиками доходности, рискованности, ликвидности и защищенности, а также с незначительным объемом инвестиционного капитала.

Кроме этого, на фондовом рынке наблюдаются весьма узкие возможности для секьюритизации финансовых активов, что сдерживает обращение таких активов и ограничивает возможности привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов в важные отрасли экономики [1].

В настоящее время в Украине практически отсутствуют научные исследования о влиянии секьюритизации и присущих ей инструментов структурированного финансирования на макроэкономические параметры финансового рынка в целом, а также на институциональное развитие фондового рынка в частности. Отсутствие отечественных финансовых методологий, посвященных секьюритизации, не говоря о полном отсутствии в законодательстве соответствующих правовых дефиниций и устоявшейся терминологии, безусловно, сдерживает адаптацию достаточно

богатого зарубежного опыта секьюритизации в условиях украинской экономики, нивелирует широкие инвестиционные возможности фондового рынка [2].

Общие вопросы методологии секьюритизации, в частности, секьюритизации активов (которая обеспечивается финансированием и рефинансированием любых активов с помощью выпуска облигационных займов или других ценных бумаг) или классической секьюритизации (которая финансируется с помощью банковского кредита) исследуются Х. Бэр, Э. Девидсоном, Л. Хейром, С. Шварцем, Дж. Синки. В трудах российских ученых Л. Красавиной, Д. Михайлова, Б. Рубцова, Б. Федорова, Т. Френкеля, В. Усопкина, О. Яблонской секьюритизация рассматривается как макроэкономическая тенденция роста роли ценных бумаг и инструментов на их основе с одновременным перемещением рынка заимствований от классического банковского кредитования в направлении финансирования на денежном рынке и рынке капитала с помощью эмиссии ценных бумаг. Отдельные аспекты секьюритизации финансовых активов нашли свое отображение в исследованиях как российских, так и отечественных ученых: Базаевой, А. Грязновой, С. Улюкаева, Н. Бурмаки, Е. Карповой, Е. Тригуб и других [3, 4, 5, 2, 6]. Таким образом, постоянное развитие ипотечного кредитования и необходимость поиска постоянных источников долгосрочных финансовых ресурсов не позволяют останавливаться на достигнутом и требуют глубокого изучения данной проблематики.

Цель статьи заключается в исследовании тенденций развития секьюритизации на современном этапе и выработке направлений дальнейшего развития процесса секьюритизации на финансовом рынке Украины.

#### **ИЗЛОЖЕНИЕ ОСНОВНОГО МАТЕРИАЛА**

Секьюритизация на протяжении трех последних десятилетий оказывает существенное влияние на развитие мирового рынка капитала. Все более разнообразным становится спектр долговых финансовых инструментов, обеспечивается выход на фондовые рынки новых участников, в первую очередь корпораций и инвесторов, что, как следствие, способствует существенному углублению и расширению рынка капитала.

Исследования процесса перемещения денежных средств на рынке капитала позволили современным ученым дать определение секьюритизации в широком и в узком смысле. основоположником определений является швейцарский экономист Х. П. Бэр, определяющий секьюритизацию в широком смысле как «перемещение международного финансирования с рынка кредитов на денежный рынок и рынки капитала; замена кредитного финансирования схемами, основанными на выпуске ценных бумаг; исключение банков из схем финансирования» [7]. Само понятие заимствовано из английского языка и происходит от наименования ценных бумаг – Securities.

В узком смысле это понятие определяется Х. П. Бэр как секьюритизация активов – «инновационная техника финансирования; специфическая форма в рамках общей тенденции к секьюритизации; основная идея: списание финансовых активов с баланса предприятия и их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг на международном рынке и рынке капиталов» [7].

По мнению А. Г. Грязновой, под секьюритизацией следует понимать тенденцию возрастания роли ценных бумаг и инструментов на их основе на рынке капиталов, привлечение финансирования путем выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе вместо привлечения банковских ссуд. Секьюритизация выражается, с одной стороны, в увеличении доли финансирования за счет выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе по сравнению с кредитным финансированием, с другой стороны – в расширении видового разнообразия ценных бумаг и всевозможных производных от них гибридных инструментов [4].

Основными причинами возникновения и развития секьюритизации, по мнению С. Улюкаева, послужили:

- меньшая стоимость финансовых средств на фондовых рынках по сравнению с кредитными рынками;
- высокая изменчивость процентных ставок по кредитам;
- изменение банковских регулятивных и налоговых норм;
- ускорение информационного обмена вследствие компьютеризации и технологического усовершенствования средств связи [5].

Как отмечает С. З. Мошенский, в современной мировой финансовой системе наблюдается долгосрочная тенденция к снижению значения банков и роста небанковского институционального инвестирования на рынке ценных бумаг. Например, в США следствием данной тенденции является то, что в 1860 г. банки контролировали 71,4% всех финансовых ресурсов, в 1939 г. – 51,2%, в 1970 – 31%, в 1999 г. – 24%, в 2007 – 18,1% [8]. Распределение активов мирового финансового рынка между рынком ценных бумаг (с учетом секьюритизированных кредитов) и банковскими кредитами согласно данным McKinsey Global Institute представлено на рис. 1.

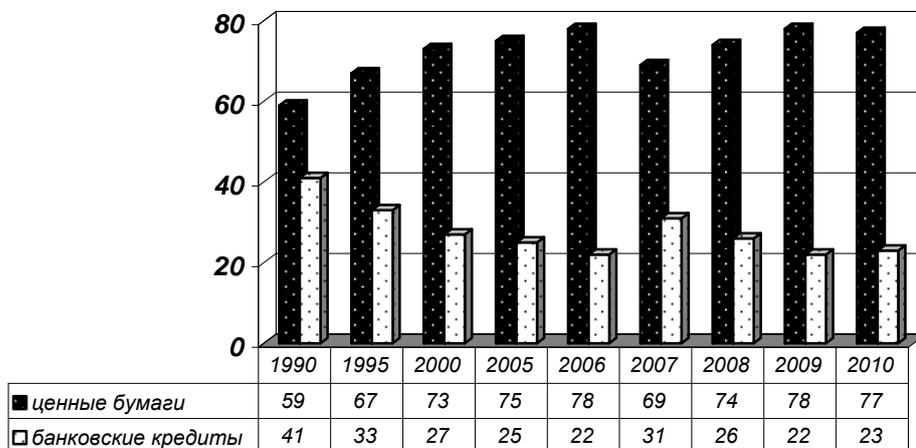


Рис. 1. Динамика перераспределения активов мирового финансового рынка между рынком ценных бумаг и банковскими кредитами [9]

Анализ аналогичных показателей, сложившихся в Украине, показал, что удельный вес ценных бумаг на отечественном рынке значительно ниже по сравнению со сложившимся на мировом финансовом рынке. Так, в 2010 году он составил 47% при мировом уровне – 70% и соответственно банковские кредиты находились на уровне 53% и 30% общих объемов в Украине и на мировом финансовом рынке (рис. 2).

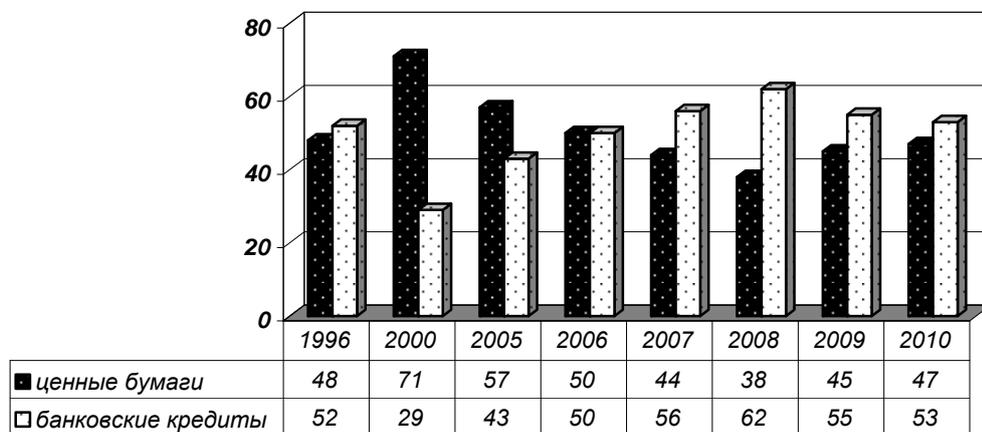


Рис. 2. Структура активов финансового рынка Украины в 1996-2010 гг., % [10; 11]

Согласно данным McKinsey Global Institute мировые финансовые активы увеличились с \$54 трлн. в 1990 году до \$212 трлн. в 2010 году, или в 3,9 раза. При этом темп роста банковских кредитов составил 222,7%, ценных бумаг (с учетом секьюритизированных в ценные бумаги кредитов) – 528,1% (табл. 1).

Таблица 1.

Динамика глобальных мировых финансовых активов, \$трлн.

Виды финансовых активов	Годы								
	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Акции (капитализация фондового рынка)	11	18	36	46	55	65	34	48	54
Государственные долговые ценные бумаги	9	13	16	25	28	30	32	37	41
Облигации финансовых институтов	8	11	19	29	35	41	41	44	42
Облигации нефинансовых корпораций	3	3	5	6	7	8	8	9	10
Секьюритизированные кредиты	2	3	6	11	14	15	16	16	15
Несекьюритизированные кредиты	21	24	32	38	40	43	44	47	49
Всего активов	54	72	114	155	179	202	175	201	212

Источник: составлено согласно данным [9]

Увеличение активов финансового рынка Украины, как видно из табл. 2, происходило в анализируемом периоде более высокими темпами. Так, в целом они увеличились с 10,5 млрд. грн. в 1996 году до 1381,6 млрд. грн. в 2010 году, или в 131,3 раза. Это связано со становлением всех сегментов финансового рынка, объемы активов которых в начале 90-х годов практически находились на нулевой отметке. Банковские кредиты при этом выросли в 133,2 раза, объемы ценных бумаг – в 129,2 раза.

Таблица 2.

Динамика финансовых активов Украины, млрд. грн.

Вид финансовых активов	Годы							
	1996	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Акции (номинальная капитализация фондового рынка)	1,95	46,5	152,4	195,9	245,9	292,1	393,2	433,7
Государственные долговые ценные бумаги	3,06	1,89	7,15	1,6	3,6	23,5	74,5	70,7
Частные долговые ценные бумаги (облигации предприятий)	0,01	0,13	26,85	48,9	93,4	127,8	134,9	144,4
Банковские кредиты	5,5	19,6	143,4	245,2	426,9	734,0	723,3	732,8
Всего активов	10,52	68,12	329,8	491,6	769,8	1177,4	1325,9	1381,6

Источник: составлено согласно данным [10; 11]

Следует отметить, что здесь автором используются данные о номинальной капитализации фондового рынка, то есть об объемах акций, зарегистрированных Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку (НКЦБФР), а аналитиками мирового финансового рынка - объемы акций, находящихся в листинге и обращающихся на фондовых биржах (см. табл. 1). Получить такие данные в динамике за анализируемый период по отечественному фондовому рынку не представилось возможным. Вместе с тем данные, опубликованные НКЦБФР в годовом отчете за 2010 год об объеме капитализации фондового рынка в размере 171,6 млрд. грн., позволяют определить, что общая сумма финансовых активов в 2010 году составила бы 1119,5 млрд. грн., а удельный вес банковских кредитов – 65,5%, ценных бумаг соответственно – 34,5%, что ниже данных, представленных в табл. 2.

На финансовом рынке Украины, таким образом, преобладают вложения инвесторов в банковские депозиты, и у рынка ценных бумаг имеются значительные потенциальные возможности для дальнейшего развития, в том числе и за счет секьюритизации.

Особый интерес, с нашей точки зрения, представляет рассмотрение секьюритизации в узком смысле, то есть секьюритизации активов, которая только начинает свое развитие в Украине.

Появление секьюритизации активов стало логичным следствием общей тенденции к повышению роли ценных бумаг. Она представляет собой специфическую технику финансирования, сформировавшуюся в рамках общей тенденции к секьюритизации. Если рассматривать секьюритизацию активов с экономической точки зрения, то она соединила в себе тенденцию к оптимизации источников финансирования с учетом возрастающей роли инструментов рынка ценных бумаг и управления рисками активов за счет отделения их друг от друга [5].

Необходимо отметить, что в странах с развитым рынком капитала механизм секьюритизации активов получил широкое распространение. Развитие секьюритизации в США началось в 1970-е годы с ипотечных кредитов, а позже распространилось на потребительские кредиты и права требования по кредитным картам. В 1990-е годы секьюритизация охватила наиболее значительную часть ссудного и акционерного капиталов. В Западной Европе развитие активности рынка капиталов началось в конце 1980-х и начале 1990-х годов. Ключевыми видами секьюритизируемых активов были ипотечные и потребительские кредиты.

До финансового кризиса секьюритизация, безусловно, являлась одним из основных источников финансирования для компаний и банков во всем мире. Состояние мирового рынка секьюритизации можно характеризовать, исходя из данных по выпуску секьюритизированных ценных бумаг (рис. 3).

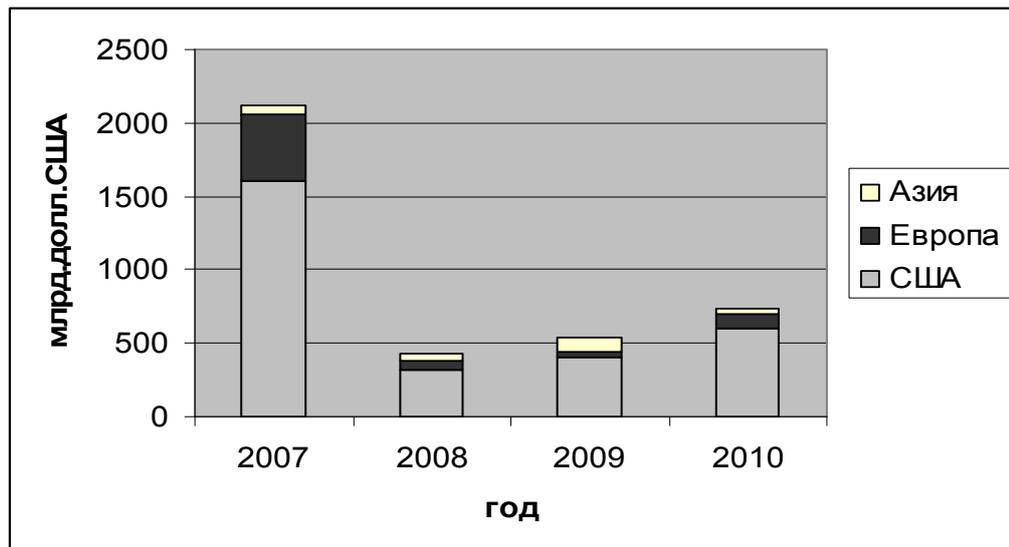


Рис 3. Чистый выпуск секьюритизированных ценных бумаг в мире, млрд. USD  
Источник: составлено согласно данным [10; 11]

Как видно из рисунка, в 2007 (докризисном) году чистый выпуск секьюритизированных ценных бумаг в мире (чистый выпуск = ценные бумаги, проданные на рынке – ценные бумаги, удержанные банками-эмитентами), составил \$2125 млрд. В 2008 году произошло значительное снижение данного показателя (практически более чем в 5 раз), в 2009 и 2010 годах наблюдалась некоторая

активизация мирового рынка секьюритизированных активов. Так, стоимость чистого выпуска секьюритизации увеличилась в 2010 году с \$ 538 млрд. до \$ 739 млрд., или на 49% по сравнению с 2009 годом, что немного выше отметки 2008 года. Чистый выпуск 2010 года составляет всего лишь треть выпуска 2007 года [3].

На мировых рынках секьюритизации США остаётся доминирующим игроком. Чистый выпуск США в 2010 году равнялся \$645 млрд., что составляет 81% от мирового чистого выпуска.

Чистый выпуск в Европе увеличился с \$26 млрд. до \$96 млрд., что является 1/5 от \$457 млрд. в 2007 году, но с признаками улучшения в ожиданиях инвесторов. Доля сделок, в которых часть ценных бумаг остаётся у эмитентов, в Европе уменьшилась с 95% в 2009 до 80% в 2010 году. На ситуацию на рынке в Европе в меньшей степени влияют операции переполучки ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS) центральных банков. Более того, выпуск ограничен конкурирующими источниками финансирования, такими, как обеспеченные облигации, а также избыточным количеством нераспределённых выпусков ценных бумаг, обеспеченных активами [3].

Первая в странах СНГ сделка по секьюритизации активов была осуществлена в Казахстане. В октябре 2003 года Народный сберегательный банк Казахстана (Халык-банк) привлек 100 млн. долларов в рамках программы секьюритизации входящих платежей. Для проведения сделки была учреждена специальная инвестиционная компания (SPV) Halyk Remittances Finance Company Ltd, которой продали права на существующие и будущие платежи Халык-банка, поступающие от банков-корреспондентов в США и странах Западной Европы. В рамках секьюритизации использовались такие меры кредитной поддержки, как многократное превышение ожидаемых поступлений над выплатами (избыточное обеспечение) и образование резерва [12].

В 2004 году две крупные сделки осуществили российские компании - «Газпром» и Росбанк. «Газпрому» удалось за счет размещения евробондов, обеспеченных будущими поступлениями от продажи природного газа, привлечь 1,25 млрд. долларов под рекордно низкую на тот период времени процентную ставку 7,2% годовых. Росбанк провел секьюритизацию банковских активов, в ходе которой привлек около 300 млн. долларов. В качестве обеспечения использовались будущие поступления по картам международных платежных систем Visa, MasterCard и Maestro. В последующие годы в России были осуществлены десятки сделок по секьюритизации активов.

Первую в истории украинского банковского дела трансграничную внебалансовую секьюритизацию ипотечных активов осуществил в феврале 2007 г. «Приват-банк» на общую сумму 180 млн. долл. США. При этом размер старшего транша ипотечных облигаций составлял 134,1 млн. долл. США, второго транша – 36,9 млн. долл. США. Уникальность этой секьюритизации заключается также в том, что впервые долговые обязательства украинского эмитента получили от международных рейтинговых компаний инвестиционные рейтинги (по старшему траншу «Ваа3» от агентства Moody's и по второму траншу «BBB-» от агентства Fitch). По нашему мнению, успешность проведения данного соглашения была

обеспечена, в первую очередь, благодаря участию в качестве финансового консультативного международной аудиторской компании «eloitte», а также экспертов в отрасли международного права юридических фирм «Baker & McKenzie» и «White & Case». Организатором секьюритизационного соглашения «Приватбанка» выступил швейцарский банк UBS AG [6].

В марте 2007 г. началось размещение ипотечных облигаций, эмитированных АБ «Укргазбанк». Это – первый («пилотный») проект в отечественной практике ипотечного кредитования по созданию эффективной системы рефинансирования ипотечных кредитов и привлечения долгосрочных источников финансовых ресурсов на цели ипотечного кредитования с помощью балансовой секьюритизации. Основные параметры данного выпуска такие: объем выпуска – 50 млн. грн.; номинальная стоимость одной облигации – 1000 грн.; тип облигации – обычные ипотечные облигации; дата погашения – 25 февраля 2010 г.; количество купонов – 12; купонный период – 91 день; процентная ставка для всех купонных периодов – 10,5% годовых [6].

В 2004 г. в целях распространения практики секьюритизации ипотечных активов в Украине правительством было создано учреждение второго уровня (то есть отечественное SPV) – Государственное ипотечное учреждение (далее ГИУ). Предметом деятельности ГИУ является рефинансирование банков-ипотечных кредиторов при условии соблюдения ими стандартов ипотечного кредитования и за счет средств, полученных от размещения ценных бумаг. По состоянию на 31 декабря 2011 г. ГИУ заключило генеральное соглашение о сотрудничестве со 106 коммерческими банками, совокупный кредитный портфель ГИУ составлял 746 млн. грн., а ставка рефинансирования партнеров банков – 13,5% годовых [13].

В 2007 году был успешно размещен на внутреннем рынке первый выпуск облигаций ГИУ, обеспеченных государственной гарантией по закону о Государственном бюджете на 2006 г. Номинальная сумма размещения – 1 млрд. грн. Аналогичные по размерам выпуски облигаций были размещены ГИУ в 2008 и 2009 годах. В последующие годы под влиянием финансового кризиса ГИУ практически прекратило свою деятельность в связи с резким сокращением объемов ипотечного кредитования коммерческими банками и только со второй половины 2011 года ГИУ возобновило активные операции по рефинансированию ипотечных кредитов. На протяжении года Государственным ипотечным учреждением приобретено у партнеров банков 290 ипотечных кредитов, на сумму свыше 76 млн. грн. [13].

Дальнейшее развитие секьюритизации ипотечных активов по программе ГИУ, которая предусматривает отбор в пул активов лишь квалифицированных по четко установленным критериям ипотечных кредитов будет способствовать появлению на финансовом рынке Украины надежных инструментов инвестирования.

## **ВЫВОДЫ**

В странах с развитым рынком капитала механизм секьюритизации активов получил широкое распространение. Мировой опыт показывает, что секьюритизация рынка начиналась в условиях становления ипотечных и потребительских кредитов.

В Украине данный процесс пока не получил необходимого уровня развития. Для его становления требуется одновременная реализация двух процессов: совершенствование законодательной базы и формирование благоприятных условий. На наш взгляд, необходимым является принятие специального закона о секьюритизации активов с одновременным внесением изменений в ряд действующих законов о ценных бумагах и финансовом рынке. В частности, нуждаются в законодательном решении вопросы по существенному расширению перечня видов финансовых активов, а также круга правовых требований, которые могут быть использованы для секьюритизации. Необходимо установить дополнительные требования к эмитентам ценных бумаг, выпускаемых при секьюритизации, повышать кредитные качества ценных бумаг. Формированию отечественного рынка секьюритизации будет способствовать обеспечение возможности инвестирования в ипотечные ценные бумаги средств крупных институциональных инвесторов, а также развитие инфраструктуры рынка секьюритизации, включая формирование новых институтов. Правительству, Национальному банку Украины и Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку необходимо объединить усилия по формированию благоприятной среды для инвесторов и кредиторов при осуществлении финансирования экономического развития в нашей стране, а также в сфере разработки законодательного обеспечения секьюритизации и развития внутренней инвестиционной базы в Украине.

#### **Список литературы**

1. Проект програми розвитку фондового ринку України на період з 2011 по 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).
2. Бурмака М. О. Сек'юритизація як інструмент регулювання ринку позикового капіталу : міжнародний досвід та перспективи розвитку в Україні [Електронний ресурс] / М. О. Бурмака. – Режим доступу : [http://www.lib.academy.sumy.ua/library/Visnik\\_2\\_\(25\)\\_2008.htm](http://www.lib.academy.sumy.ua/library/Visnik_2_(25)_2008.htm).
3. Базаева В.В. Мировые тенденции развития секьюритизации в условиях глобального финансового рынка / В.В. Базаева [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.uecs.ru/uecs-36-122011/item/868-2011-12-19-11-28-09>.
4. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общей ред. А. Г. Грязновой. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 1168 с.
5. Улюкаев С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как трактовать? / С. Улюкаев [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://instituciones.com/general/1678-sekyuritizaciya-bankovskix-aktivov.html>
6. Тригуб. О.В. Сек'юритизація іпотечних активів: світовий досвід та перспективи впровадження в Україні / О.В. Тригуб // Економіка та держава. – 2009. – № 1. – С. 27-31.
7. Бэр Х. П. Секьюритизация активов / Х. П. Бэр. – М. : Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.
8. Мошенський С. З. Трансформаційні процеси на світових ринках цінних паперів / С. З. Мошенський // Фінанси України. – 2009. – №7. – С. 54-63.
9. Mapping global capital markets 2011 Aug. 2011 | by Charles Roxburgh, Susan Lund, John Piotrowski [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial\\_Markets/Mapping\\_global\\_capital\\_markets\\_2011](http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial_Markets/Mapping_global_capital_markets_2011)
10. Грошово-кредитна та банківська статистика // Бюлетень Національного банку України. – 2011. – №2 [Электронный ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/>.

11. Звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).
12. Богута Н. Вторая жизнь кредита / Н. Богута [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.expert.ua/articles/7/0/3500/>.
13. Історія створення та розвитку Державної іпотечної установи [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ipoteka.gov.ua/>.

**Боднер Г. Д., Друзін Р. В. Актуальні проблеми сек'юритизації та її розвиток в Україні / Боднер Г. Д., Друзін Р. В. // Вчені записки Таврійського національного університету імені В.І Вернадського. Серія «Економіка і управління». – 2012. – Т. 25 (64), № 1. - С. 23-32.**

В статті розглядаються теоретичні та методологічні засади розвитку і функціонування інституту сек'юритизації. Проведено порівняльний аналіз структурного розвитку глобальних світових фінансових активів та фінансових активів України. Запропоновані засоби подальшого розвитку сек'юритизації на вітчизняному фінансовому ринку.

**Ключові слова:** сек'юритизація, фінансові активи ринку цінних паперів, банківські кредити.

**Bodner G., Druzin R. Actual problems of securitization and its development in Ukraine / Bodner G., Druzin R. // Scientific Notes of Taurida National V.I. Vernadsky University. – Series: Economy and Management. – 2012. - Vol. 25 (64), № 1. – P. 23-32.**

The paper examines the theoretical and methodological foundations for the development and functioning of the Institute of securitization. A comparative analysis of the structural development of the global world of financial assets and financial assets in Ukraine. The measures for the further development of securitization in the domestic financial market.

**Keywords:** securitization, financial assets in the securities market, bank credits.

*Стаття поступила в редакцію 17. 05. 2012 г*